

LES
“INVESTMENT TRUSTS”
AUX ÉTATS-UNIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 8 mars 1934, à 14 h.

PAR

Philippe SCHWOB

ANCIEN ÉLÈVE DE L'ÉCOLE NORMALE SUPÉRIEURE
AGRÉGÉ DE PHILOSOPHIE

Président : M. OUALID, Professeur

Suffragants { MM. AFTALION, } *Professeurs*
PIROU.

LIBRAIRIE
DU
RECUEIL SIREY

(Société anonyme)

22, Rue Soufflot, PARIS (V°)

1934



Digitized by the Internet Archive
in 2026

LES
“ INVESTMENT TRUSTS ”
AUX ÉTATS-UNIS

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs**

LES
“INVESTMENT TRUSTS”
AUX ÉTATS-UNIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 8 mars 1934, à 14 h.

PAR

Philippe SCHWOB

ANCIEN ÉLÈVE DE L'ÉCOLE NORMALE SUPÉRIEURE
AGRÉGÉ DE PHILOSOPHIE

Président : M. OUALID, Professeur

Suffragants { MM. AFTALION, } *Professeurs*
PIROU. }

LIBRAIRIE
DU
RECUEIL SIREY

(Société anonyme)

22, Rue Soufflot, PARIS (V°)

1934



INTRODUCTION

Parmi les institutions financières modernes, il en est une qui ne s'est guère développée que dans les pays anglo-saxons. En Grande-Bretagne elle s'est appelée « Trust Company », et l'essor en a commencé dans les « Eighties » ; aux U.S.A. elle n'a pris d'importance qu'après la guerre mondiale, sous le nom d'Investment Trust, les mots de Trust Company ayant déjà un sens précis et limité dans la terminologie bancaire américaine. Nous avons gardé cette dernière dénomination, puisque nous nous occupons presque uniquement des Etats-Unis dans cette étude et que nous n'y considérons les sociétés anglaises que comme un simple élément de comparaison. Nous aurions pu nous servir des mots « Société de placements » souvent employés pour désigner ce genre d'institution, et qui, même, lui seraient réservés par le projet de loi de novembre 1930 destiné à en faciliter la création ; ils ne sont toutefois pas encore assez courants pour qu'il y ait réellement avantage à les employer.

Quelles sont donc les caractéristiques de ce type de société ? On peut se demander, s'il est de bonne méthode de donner une définition de l'investment trust avant de l'avoir décrit et étudié dans ses très nombreuses modalités. Sans doute les éléments d'une telle définition ressortiront peu à peu de notre étude, surtout grâce aux difficultés que nous rencontrerons lorsque nous chercherons à distinguer

nettement l'investment trust proprement dit des autres sociétés de finance plus ou moins voisines. Mais, afin de ne pas partir à l'aveugle, il ne peut être nuisible de donner au moins une définition de principe :

L'investment trust est une société de finance qui s'occupe exclusivement de la gestion de son portefeuille (investment) selon les principes logiques de diversification. En général le portefeuille est acheté avec l'ensemble des fonds fournis par de petits et moyens capitalistes qui font confiance (trust) à la société pour gérer leurs intérêts.

Cette définition est loin d'être parfaite. Les trusts fixes n'en respectent pas la première partie, puisqu'il n'y a chez eux aucune gestion. D'autre part certains trusts n'ont point fait appel au public pour l'émission de leurs actions et se présentent comme une coopérative de placements entre capitalistes assez importants. Toutefois, suivant que cette définition est plus ou moins respectée, l'investment trust appartient à une espèce plus ou moins pure.

Si l'on cesse de le considérer du point de vue de l'épargnant, et si l'on en examine le rôle dans la mobilisation des capitaux pour alimenter les besoins de l'industrie, il succède à toute une série d'institutions et l'originalité peut en paraître moins marquée. « Dans un article bien inspiré, l'économiste Blaise (des Vosges) décrivait ainsi dans le *Journal des Chemins de Fer* au double point de vue des intérêts généraux du pays et de ceux plus étroits des porteurs de titres le rôle important que prit dès son origine cette importante société (la Société Générale de Crédit Mobilier), contre laquelle se coalisèrent tous les égoïsmes et les exploitations de l'homme par l'homme. Cette société devient ainsi le régulateur des affaires déjà créées et l'organisateur désigné des affaires nouvelles, qui se présente-

ront avec des garanties de succès. A côté de ces grandes opérations, cet omnium général, remplaçant tous les titres divers qui circulent avec des revenus et des chances différents, par un titre unique ayant tous les avantages d'une assurance mutuelle sans prime à payer, la Société Générale de Crédit s'est réservée par ses statuts le droit de rendre des services spéciaux... »¹. Il y a toutefois des différences essentielles entre l'investment trust proprement dit et le Crédit mobilier, tel que l'ont conçu et fondé les frères Péreire en 1852. Premier des grands établissements de crédit, il a de multiples activités et, créé par des Saint-Simoniens, il est à la fois société de crédit, banque d'affaires, société de placements. Le but essentiel en est le financement d'industries nouvelles, et surtout d'une industrie nouvelle, celle des chemins de fer. Or l'investment trust doit s'interdire en principe le domaine du lancement des affaires, à cause des risques excessifs qu'il comporte. L'institution contemporaine qui correspond le mieux à celle qu'ont rêvée les frères Pereire, la réplique actuelle du Crédit Mobilier, mis au goût du jour, c'est bien plutôt la holding, qu'elle prenne l'aspect de holding pure, ou celui d'un établissement de crédit ou d'une banque d'affaires. Les chemins de fer et l'industrie du gaz ont fourni au Crédit Mobilier son terrain d'élection ; accrus de l'électricité, ils ont encore fourni celui des holdings actuelles. Dans un cas comme dans l'autre l'intérêt général fut plus invoqué que respecté. En principe Crédit mobilier de 1852 et investment trust sont très différents, le second se donne en effet pour seul but ce qui n'est chez le premier qu'un but accessoire. En pratique, bien des investment trusts ayant été des hol-

1. Ecrits de Emile et Isaac Pereire, publiés par Gustave Péreire, t. VII, 5^e fascicule, pp. 4263 et 4264, Paris, Librairies-Imprimeries Réunies, 1904.

dings déguisées et plus un instrument de concentration aux mains des hommes d'affaires qu'une simple entreprise de placements, on peut sans doute les rapprocher.

Quoi qu'il en soit de ces considérations historiques, le projet de loi déposé en novembre 1930 par le Ministre des Finances en vue de réglementer ce type de société suffit à justifier cette étude. L'incomparable ampleur du mouvement américain et l'extrême violence de la crise économique que nous traversons jouent pour les fautes et les erreurs commises par les investment trusts le rôle d'un microscope de grande puissance. Le gouvernement français s'en est rendu compte qui fonde son projet de loi sur les enseignements tirés de la leçon américaine. Mais lorsque ce projet fut déposé on n'avait point encore atteint le fond de la dépression, et la débâcle des années 1930 à 1932 a fait plus encore ressortir certains dangers, non sans laisser toutefois entrevoir certains espoirs. Nous avons voulu mettre en lumière les uns et les autres. Dans les mesures législatives dont l'emploi nous paraît recommandable, nous n'avons pas toujours été d'accord avec le projet de loi Tardieu. Nous avons tenté de maintenir à la gestion la plus grande liberté compatible avec la sécurité des capitaux qui lui sont confiés. Nous avons tenu compte des conséquences économiques et sociales plus que du simple intérêt de l'actionnaire du trust. Il nous a semblé que, tout en limitant le plus possible les chances de maladresse et d'indélicatesse par une législation appropriée, il fallait pourtant admettre, comme un postulat antérieur à la création d'investment trusts, la confiance en leurs administrateurs éventuels, confiance conditionnelle toutefois, et dont la société doit fournir le continuel aliment par la franchise et la clarté de ses rapports.

CHAPITRE PREMIER

L'APPARITION DES INVESTMENT TRUSTS

L'Investment Trust ne s'est développé au point de devenir une pièce importante de l'édifice financier que dans deux pays, le Royaume-Uni et les Etats-Unis. Partout ailleurs il n'est apparu qu'à l'état d'exception et, le plus souvent, sous des formes tellement enveloppées que plusieurs de ses principales caractéristiques en étaient obscurcies. Un premier problème se pose donc : l'investment trust a-t-il simplement été une création artificielle plus ou moins heureuse, sortie sans raison spéciale de l'imagination des financiers britanniques et reprise, après 1921, par les banquiers américains pour ses seules qualités esthétiques, ou bien, au contraire, son apparition répond-elle dans les deux cas à un besoin défini du marché financier ? En d'autres termes est-il possible de constater en Angleterre à la fin du dix-neuvième siècle et aux Etats-Unis après la guerre mondiale une situation économique qui, par sa nature même, exigeait que fût créé un instrument nouveau de distribution des titres et de répartition du crédit, l'investment trust.

La révolution industrielle et le développement du commerce extérieur avaient permis à l'Angleterre de se relever

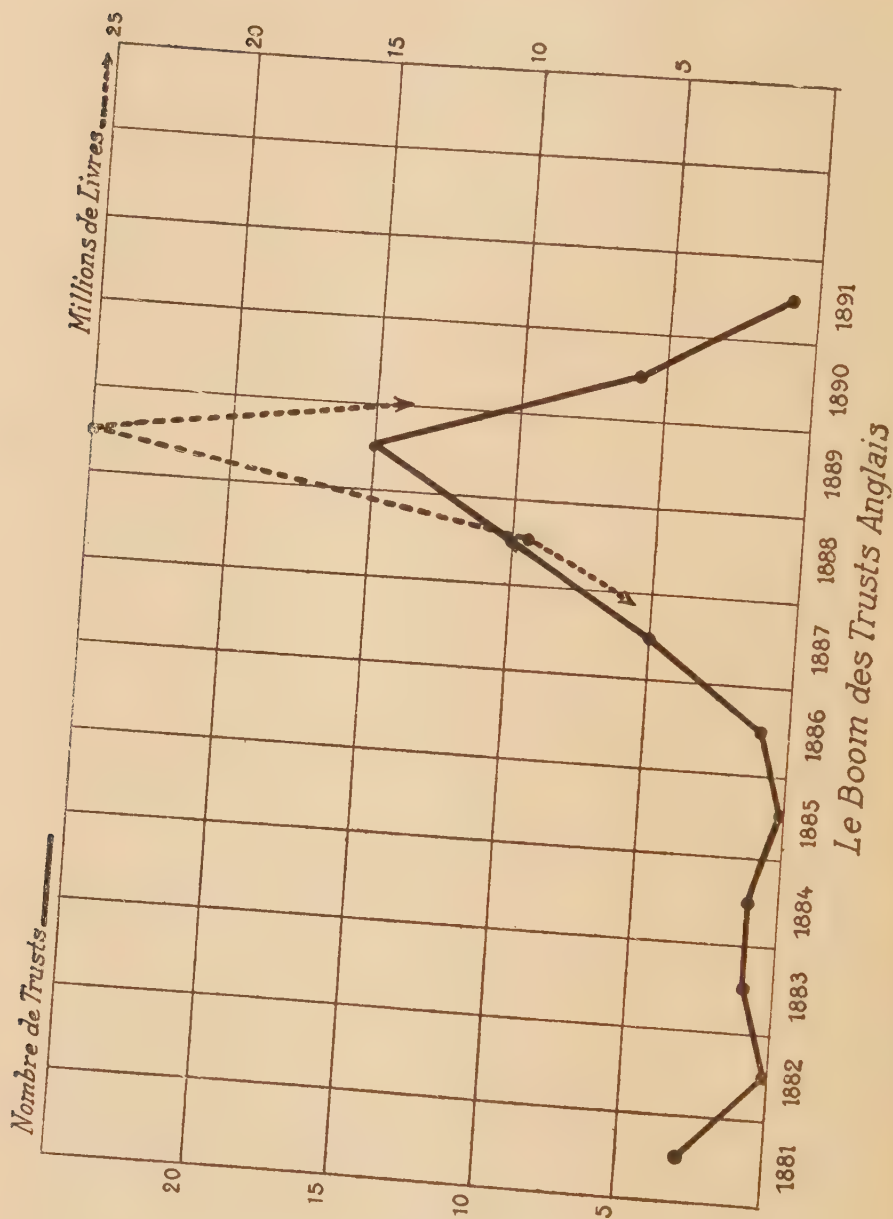
rapidement de l'état d'épuisement où l'avaient laissée les guerres napoléoniennes, et de devenir à un point jusqu'alors inconnu le banquier de l'Europe continentale et du reste du monde. Seule la France lui fut un concurrent sérieux et seulement dans la décade 1860-1870. Grâce aux éléments invisibles de sa balance des comptes, intérêts reçus sur ses placements antérieurs et frêt tout particulièrement, le déficit de sa balance commerciale correspondait en réalité à un surplus appréciable. Mais l'extrême prospérité commerciale entraînait avec elle des excès spéculatifs, à intervalles plus ou moins grands ; le boom des mines mexicaines en 1827, le boom des chemins de fer en 1847, plus catastrophique encore pour les spéculateurs qu'il ne le fut en France. D'autre part il fallait organiser le placement des fonds dans des pays neufs et lointains, où l'expérience avait prouvé que les risques n'étaient pas négligeables. D'où l'idée de réunir dans une seule affaire un capital suffisant pour que la répartition en fût assez large et compensât les risques l'un par l'autre. En 1863 apparaît le premier Investment Trust, l'International Financial Society Ltd, London. Mais la popularité de la nouvelle institution ne se développa guère avant 1880 et les années de prospérité qui succédèrent à la longue dépression mondiale qui durait depuis 1873. En 1890 le nombre des investment trusts en Angleterre et en Ecosse se montait à 53, avec un capital global supérieur à 50 millions de livres. La création en avait pris une allure précipitée. Le marché, en plein boom, leur faisait un accueil favorable : ceux qui s'étaient fondés dans les premières années se trouvaient en possession d'un portefeuille dont la valeur augmentait chaque jour avec la hausse du marché, ils payaient de larges dividendes, et leur succès même était un atout pour les nouveaux

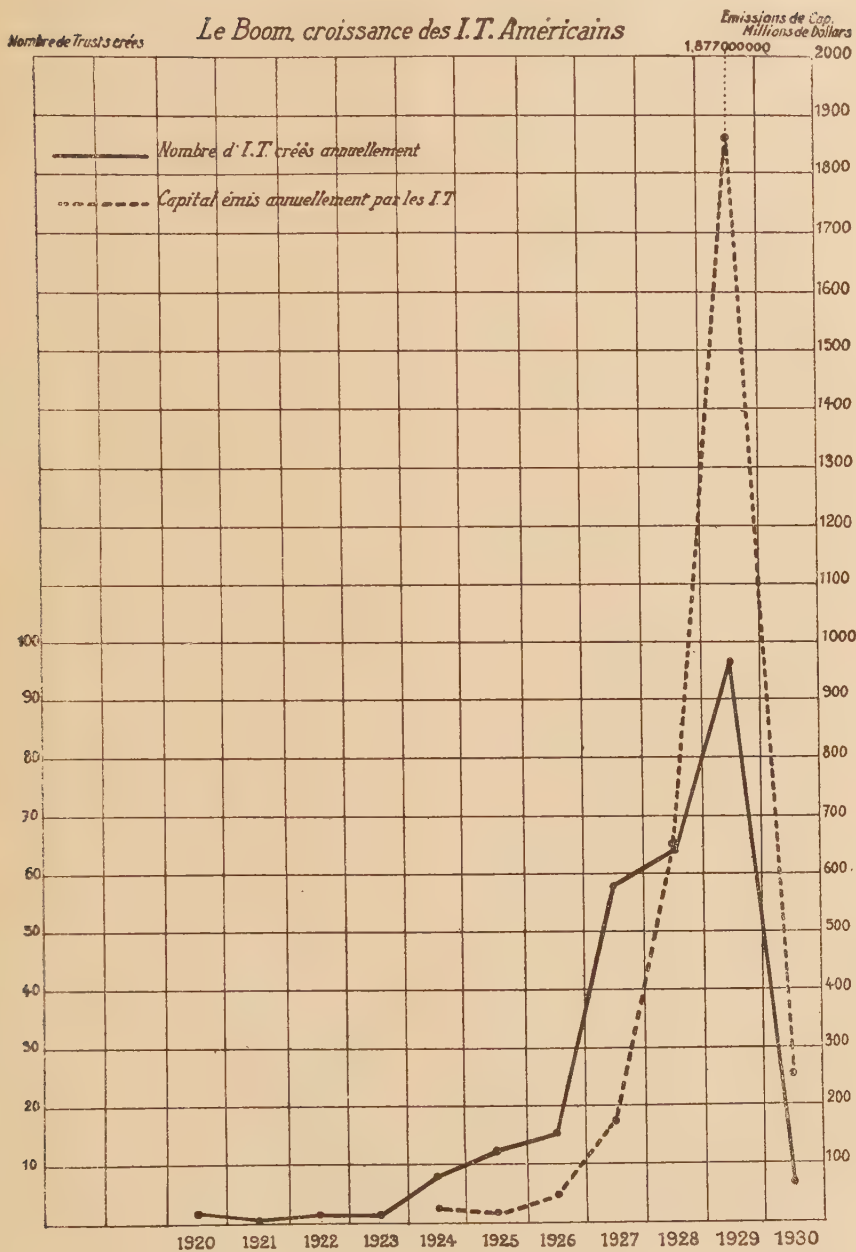
venus, leurs titres jouissaient d'une faveur telle que leur pourcentage de hausse dépassait largement celui de la moyenne des titres, le public eût accepté n'importe quelle action à n'importe quel prix, pourvu qu'elle fût d'investment trust.

Un élément d'un autre ordre les avait du reste favorisés, le bas prix de l'argent sur le marché de Londres, dont témoigne la conversion des rentes, ramenées à 2 3/4 %. De même que la conversion de 1820 avait précédé la spéculation de 1825, celle-ci favorisa le boom de 1887-1890 et le bas prix de l'argent à Londres tendit à accélérer les placements à l'étranger, particulièrement dans les pays neufs où le taux d'intérêt était élevé. Ceux-ci passent annuellement de moins de 2 millions de livres pendant les années de crise avant 1880 à plus de 60 millions entre 1885 et 1890. A ce développement de l'exportation du capital correspond le développement des Investment Trusts. Les deux graphiques reproduits page 8 et 9 donnent une idée de l'allure du mouvement. Le trait plein montre la croissance du nombre des trusts fondés annuellement entre 1884 et 1890. Elle s'élève subitement en 1887 et 1888 pour atteindre son maximum en 1889, l'année qui précéda la révolution en Argentine (juillet 1890) et la crise Baring (novembre 1890).

Le nombre des créations en 1890 est encore relativement élevé, mais correspond aux six premiers mois de l'année, alors que le marché était encore en hausse. A partir de la fin du premier semestre le mouvement est presque totalement arrêté. Donc, en fait, les données semestrielles indiqueraient assurément une pointe encore plus marquée avec un maximum correspondant à janvier-juin 1890. La ligne pointillée indique le capital total des investment trusts fondés dans l'année correspondante. Elle est incomplète, mais

LES INVESTMENT TRUSTS AUX U.S.A.





suffit cependant à marquer un phénomène important. Sa pointe est beaucoup plus accentuée que celle du premier graphique, ce qui signifie que, en même temps que le nombre des trusts créés augmentait, leur capitalisation moyenne augmentait également. Le graphique en pointillé donne le produit des deux facteurs et sa forme n'a donc rien qui doive nous étonner.

Les nouvelles sociétés formées se précipitaient aussitôt sur le marché et garnissaient leur portefeuille, soit par l'achat des titres de la cote, à des prix manifestement trop élevés, soit en prenant des parts syndicales dans des lancements, qui, comme toujours au sommet d'un boom, étaient excessivement risqués. Plus d'un se trouvait engagé sur les emprunts Sud-Américains offerts par les Baring, et perdit abondamment. D'autre part on ne possédait aucune donnée sur leur gestion, et la confiance en eux était une confiance parfaitement aveugle. Le 21 juin 1890 le *London Economist* s'étonnait que l'on continuât sa confiance (trust) à ce qui ne fonctionnait que dans le plus grand secret et en refusant toute information. Le journal financier mettait ses lecteurs en garde, il craignait une catastrophe. La crise Baring la détermina.

Elle prenait l'ensemble des investment trusts dans une position en apparence très favorable. Leur popularité n'avait pas même été ébranlée par les attaques de l'*Economist*. A la veille de la crise, en mai 1890, elle était telle que, à en croire ce journal, « pratiquement tous les titres de l'ensemble du groupe se vendaient au-dessus du pair et nombre d'entre eux très largement ». Un an plus tard, après la crise, seules les sociétés les plus anciennes avaient résisté tant bien que mal et maintenu leurs actions dans le voisinage du pair, l'ensemble avait subi une baisse variant de 12 à 75 %.

Voilà, en une rapide esquisse, l'histoire du mouvement des investment trusts en Angleterre, lors de leur apparition. Quelles ont été les conditions générales qui les ont favorisés ? D'abord il leur a fallu une période de prospérité mondiale, les années qui s'écoulaient de 1880 à 1890. Mais à cette condition s'en ajoutèrent d'autres qui expliquent la localisation du mouvement en Grande-Bretagne. L'habitude des capitalistes anglais de commercer avec l'étranger, leur acceptation des risques courus, et leur accoutumance aux titres des sociétés anonymes, l'abondance des fonds procurée par une balance des paiements continuellement créditrice, et la nécessité d'employer cet excès des recettes sur les paiements à financer les pays étrangers. En somme les emprunts accordés par l'Angleterre aux pays neufs, Etats-Unis et Amérique du Sud, ainsi qu'à ses colonies, revenaient en dernière analyse à un système de crédits à long terme accordés à des clients. L'on peut dire que, dans une certaine mesure, les Anglais se payaient avec leur propre argent. D'ailleurs la Grande-Bretagne a été prise souvent comme exemple du danger des prêts à l'étranger, dans les ouvrages des économistes qui leur sont opposés. Ceux-ci donnent comme argument principal que l'Angleterre s'est bien créé une prospérité immédiate, mais qu'elle a coupé son blé en herbe, et qu'elle récolte aujourd'hui une amère moisson de concurrents à qui elle a fourni les moyens de se développer à ses dépens. L'objection, pour forte qu'elle est, ne s'applique qu'à un monde où dominant le protectionnisme et le nationalisme, mais tel est bien le monde économique moderne. Pourtant le système a coïncidé en Angleterre avec quarante années de prospérité inégalée. La psychologie industrielle de la nation créditrice étant plus avancée, les anciennes industries sont peu à peu

remplacées par d'autres qui naissent des nouvelles découvertes et, lorsque le pays neuf se met à produire ce que son prêteur lui fournissait, celui-ci se trouve en mesure de remplacer son manque à l'exportation par celle d'un autre produit, comme la soie artificielle par exemple. Le malheur de l'Angleterre vient de ce que ce processus normal fut interrompu par la guerre ; l'évolution de son industrie doit se faire d'un seul coup, à une allure qu'aucun autre pays plus qu'elle ne supporterait sans dommage. Enfin il faudrait étudier ce qui se passerait si le pays neuf en question était laissé à lui-même et demeurerait essentiellement agricole. La situation des pays agricoles à l'époque actuelle ne suggère pas qu'il eût fait un meilleur acheteur, surtout si l'on considère que l'accroissement de son pouvoir d'achat se ralentirait chaque année en vertu de la loi des rendements décroissants. Quoi qu'il en soit, nous tiendrons pour accordé que les prêts à l'étranger sont profitables et qu'il s'agit seulement de les répartir le mieux possible et d'éviter aux prêteurs des déceptions trop amères.

A ces facteurs généraux, en action depuis 1850, s'en ajoutèrent après 1880 d'autres plus particuliers :

1°. L'Argentine se développe à une allure rapide, et l'Angleterre y voit un fournisseur futur de blé et de cheptel, en même temps qu'un client intéressant pour ses produits manufacturés, ce qui détermine chez elle un boom industriel et une crise agricole.

2°. Les Etats-Unis, après la grave crise monétaire de 1873-1880, ont rétabli les paiements en espèces, et, bien qu'en voie de transformation, ils sont encore une nation économiquement jeune, surtout agricole, et leurs échanges avec l'Angleterre reçoivent un stimulant nouveau de la reprise de la construction des lignes de chemin de fer dont

la demande de matériaux est trop grande pour que l'industrie nationale, encore en enfance, puisse songer à la satisfaire¹.

3^o La découverte des mines d'or et de diamants dans l'Afrique du Sud établit un constant appel de capitaux.

A cela s'ajoutait que, lié à la conversion de 1880, le taux de l'argent, surabondant à Londres, était, à long terme, moins de moitié de celui que l'on obtenait dans les pays neufs. En considérant une partie du surplus d'intérêt comme une prime d'assurance contre le défaut ou la faillite des gouvernements ou entreprises emprunteurs, il restait néanmoins une marge suffisante de profits pour que les trusts pussent être regardés comme jouant « sur le velours ». Aussi les plus anciens d'entre eux, ceux dont les portefeuilles étaient diversifiés de manière suffisante et payés à des prix raisonnables, passèrent-ils sans grand dommage la crise Baring et, même aux plus mauvais jours de la guerre, ils ne perdirent jamais entièrement l'avance qu'ils avaient prise.

Mais il n'en fut pas de même de ceux qui se fondèrent au moment du boom. D'abord certains abus s'étaient produits dans la composition du capital. Trop de titres à revenus fixes avaient été émis en proportion du montant des actions ordinaires. Dans plusieurs cas l'on trouvait des parts de fondateur, prélevant des droits royaux. On cite tel trust dont chaque part de fondateur, correspondant à un apport de 300 livres, paya en quatre ans cent soixante mille livres, avec les plus fâcheuses conséquences pour la solidité financière de la société en question : après le

1. Le grand mouvement sur l'industrie de l'acier se place après 1890.

krach, en 1892, les actions de dix livres, libérées de trois livres, étaient offertes sur le marché avec un bonus de deux livres en espèces à qui voulait courir le risque de voir appeler les sept livres restantes, naturellement à fonds perdus. Mais, même lorsque des raisons particulières de cet ordre manquaient, les résultats furent déplorables. Les portefeuilles avaient été achetés au plus haut, la diversification en était insuffisante, au moins la diversification géographique ; certains trusts même s'étaient spécialisés dans l'industrie particulièrement atteinte des chemins de fer ; les opérations de financement et de participation à des syndicats s'avéraient désastreuses ; et, surtout, un certain nombre d'entre eux, parmi les derniers créés, avaient simplement été fondés par des maisons de banque ou des trusts plus anciens comme moyen de se débarrasser sans difficulté et au plus haut cours des éléments les plus douteux de leur portefeuille. Les années 1890-1895 amenèrent la disparition, après faillite ou liquidation, de la plupart d'entre eux. Ceux qui survécurent profitèrent de la leçon. Grâce à la persistance du bas prix de l'argent dans la métropole et de son haut prix dans les pays neufs et grâce à une large diversification, ils obtinrent, dans la période généralement prospère de 1897 à 1914, un revenu sensiblement constant, largement plus élevé que leurs propres charges fixes. Ils accumulèrent de vastes réserves, en général cachées, c'est-à-dire incorporées au portefeuille sous forme de titres dont le prix d'achat était entièrement amorti, et ils se trouvèrent dans une situation très favorable au moment de la déclaration de guerre. Ils furent à cette époque une aide puissante pour le gouvernement anglais, mettant à sa disposition leurs valeurs étrangères et achetant des emprunts de guerre en contre-partie. Ils n'y perdirent pas trop,

car les titres, en majeure partie américains, qu'ils vendirent avaient subi une hausse appréciable depuis qu'il les avaient achetés. Durant la guerre leur actif baissa au-dessous du pair, mais, se conformant à la jurisprudence anglaise, ils n'en continuèrent pas moins à payer des dividendes réguliers variant de 5 à 10 % sur leurs actions ordinaires. Après la guerre ils profitèrent du boom qui suivit l'armistice, ils supportèrent sans grand dommage la crise mondiale de 1921-1922, et la crise actuelle les a trouvés en possession d'un tel amas de réserves que la baisse inégalée de l'ensemble des valeurs n'a pas réussi à leur enlever leur caractère d'élément le plus stable de la Bourse de Londres. Ils se sont définitivement qualifiés.

Si nous nous tournons vers les Etats-Unis, nous constatons qu'aucune des conditions analysées dans le cas de la Grande-Bretagne ne se présentait avant la guerre. Malgré l'extrême rapidité de leur développement, les Etats-Unis se trouvaient être encore un pays neuf. Ils étaient annuellement débiteurs de l'étranger pour des sommes considérables, en paiement des coupons et intérêts sur les prêts qui leur avaient été faits au moment de leur développement. De plus la possession des titres et l'habitude des sociétés anonymes n'étaient pas aussi répandues dans les classes moyennes qu'elles l'étaient en Angleterre. Les raisons qui eussent pu causer l'apparition de trusts n'existaient guère. Aussi le nombre de ceux qui furent fondés est-il extrêmement restreint, et chacun d'eux le fut avec un capital minime : le plus connu d'entre eux, l'Alexander Fund, ne fut en somme que l'extension progressive d'une association amicale, constituée pour utiliser l'habileté professionnelle de son fondateur, M. Alexander. Et l'aspect des autres

trusts n'était guère différent. Mais la position privilégiée que les Etats-Unis retinrent pendant les trois premières années du conflit mondial changea toutes les conditions. De nation débitrice ils se trouvèrent dès 1915 transformés en nation sinon déjà créditrice, du moins en passe de le devenir rapidement. Le crédit de la Grande-Bretagne s'étant épuisé, ils devinrent le banquier des pays alliés. C'est dans le dessein de faciliter les placements à l'étranger que se fonda en 1915 la première importante société affectant la forme d'un Investment Trust. La National City Bank and Trust Co forma, sous les lois de l'Etat de New-York, l'American International Corporation, au capital de 50 millions de dollars, avec pour objet de faciliter tant les affaires domestiques que les échanges internationaux. La société se proposait de faire de larges achats de titres et d'émettre des obligations en contre-partie. Les années de guerre et la prospérité d'après-guerre lui furent favorables. Elle paya régulièrement 10 % de dividende. Mais elle ne put supporter la crise de 1921. Le 6 octobre 1923, elle possédait encore en portefeuille des titres dont la valeur au cours du jour était de 5 millions de dollars, tandis qu'ils en avaient coûté 21 millions. Plus tard elle fut réorganisée avec des pertes sévères pour les actionnaires qui, du reste, ne comprenaient guère que la National City Bank elle-même et son groupe.

Après la guerre le Congrès passa une loi spéciale, l'Edge Act, destinée à faciliter la création d'investment trusts à portefeuille essentiellement étranger. Les dispositions de cette loi n'offrent qu'un intérêt de curiosité, car il n'y eut jamais que deux sociétés à se fonder pour en profiter, dont une seule a subsisté sous cette forme, la First Federal Foreign Banking Corporation.

Le mouvement américain s'est réparti sur un nombre d'années à peu près égal à celui qui avait suffi au boom des trusts anglais. Il affecte le même aspect de boule de neige que le mouvement britannique, du moins à partir de 1927. Le rapport de l'Attorney General de l'Etat de New-York, publié le 1^{er} août 1930, fournit les réponses de 270 trusts à un questionnaire en date du 31 mars 1930. Sur ces 270 trusts, 227 représentent des trusts de gestion avec un actif total de 4.573.936.693 dollars au 31 mars 1930, et 43 sont des trusts d'un genre spécial, dits trusts fixes et semi-fixes, avec un capital de 257 millions de dollars. Leur création se répartit de la façon suivante :

<i>Année de la création</i>	<i>Nombre de trusts</i>
avant 1920.....	6
1920.....	1
1921.....	0
1922.....	1
1923.....	1
1924.....	8
1925.....	12
1926.....	15
1927.....	58
1928.....	64
1929.....	97
1930 (3 mois)	7
Total	270

La coïncidence de l'intensification du mouvement avec le boom spéculatif de 1927-1929, de même que celle du mouvement anglais avec la crise de spéculation de 1887-1890, ressort plus clairement encore de l'étude des émissions de capital faites par les investment trusts, car non seulement le plus grand nombre date de cette époque, mais le capital moyen des nouveaux trusts croissait en même temps. Les chiffres ne sont connus qu'à partir de 1924 :

Année	Obligations	Actions	Total
1924	dol.	dol. 25.000.000	dol. 25.000.000
1925	425.000	11.820.000	12.245.000
1926	1.542.500	36.324.000	37.866.500
1927	89.704.750	87.994.770	177.699.520
1928	104.198.275	534.179.546	638.377.821
1929	84.446.800	1.782.941.516	1.867.388.316
1930	60.000.000	21.587.482	81.587.482
Total	340.317.325	2.499.847.314	2.840.164.639

Comme dans le cas des Investment trusts britanniques un double graphique représente les deux tables ci-dessus. La forme de la ligne de croissance est assez marquée pour que tout commentaire soit superflu. Afin d'obtenir une direction plausible pour la chute 1929-1930 les émissions en 1930 ont été estimées à 4 fois celles du premier trimestre, total qui se rapproche de la réalité si l'on ajoute au capital émis par les trusts de gestion celui qui fut émis par les trusts fixes.

La similitude des deux développements, anglais et américain, est frappante pour qui regarde à la fois les deux séries de graphiques. Sans doute les Américains ont fait encore ici « bigger and better », plus grand et mieux, et les 25 millions de livres de 1889 (environ 121.750.000 dollars) font pauvre figure auprès des 1900 millions de 1929. Mais, toutes proportions gardées, la faveur obtenue par les investment trusts a, dans les deux cas, suivi la même courbe, la croissance et la décroissance en ont dans les deux cas été aussi vertigineuses. La raison doit en être cherchée, pour l'expérience américaine comme pour l'expérience anglaise, dans la psychologie spéciale du capitaliste en période de hausse de la bourse. Les investment trusts faisaient de larges bénéfices, comme du reste tout acheteur de titres à cette époque sur le marché de New-York. Les actions des investment trusts faisaient prime, comme

elles l'avaient fait à Londres, mais d'une manière encore plus exagérée. Pour un certain nombre d'entre eux, il était possible, d'après les rapports, d'établir approximativement la valeur de liquidation des titres, c'est-à-dire la somme à revenir au porteur d'actions ordinaires en cas de liquidation immédiate de la Société, et les actions s'en vendaient sur le marché de 10 à 100 % au-dessus de cette valeur. L'habitude faisait du reste que personne ne s'en rendait compte. Il a fallu la crise et le renversement de la situation pour qu'on en comprît l'excès. L'on disait couramment que ces 10 à 100 % correspondaient à l'évaluation faite par le public de la valeur de la direction, qui se trouvait ainsi capitalisée à l'actif parmi les ressources.

Pourtant les mouvements anglais et américain demeurent différents par certains aspects. D'abord par la direction que prirent les fonds. Les placements américains sont presque exclusivement en actions ordinaires ; actions de préférence et obligations sont beaucoup moins abondantes que dans les portefeuilles britanniques. Mais surtout 90 % au moins des portefeuilles américains sont en valeurs nationales. Leur rôle fut, sauf exception, à peu près nul dans le grand mouvement de capitaux vers l'Europe Centrale, après la stabilisation des monnaies. Mais, à seconde vue, la situation est moins différente qu'elle ne le paraît au premier abord. Les dimensions des Etats-Unis et la variété de leurs ressources d'une part, d'autre part le fait que le Nord-Est est une contrée très développée et dans un état d'avancement comparable aux grands Etats de l'Europe occidentale et centrale, tandis que la plupart des Etats du Middle-West et de l'Ouest sont, relativement aux Etats de la côte de l'Atlantique, dans une position semblable à celles qu'avaient à la fin du dix-neuvième siècle les pays

neufs et les colonies par rapport à l'Angleterre ; la nécessité pour les Etats de l'Est de développer un marché pour une production toujours accrue à une époque où l'Europe, se relevant de la guerre, recommençait à se suffire à elle-même et à concurrencer les Etats-Unis sur les marchés internationaux ; l'abondance des capitaux et l'extrême richesse des Etats industriels fournisseurs de guerre, tout plaçait ces derniers dans une situation semblable à celle où l'Angleterre se trouvait en 1880. Le commerce américain est essentiellement un commerce intérieur, mais il s'étend sur une telle population et un tel territoire qu'il correspond pour n'importe quelle nation européenne à un commerce international. Prêter aux Etats de l'Ouest et développer leurs ressources était un besoin aussi nécessaire que prêter à l'Amérique du Nord et du Sud et financer des acheteurs l'avait été jadis pour l'Angleterre. L'investment trust répondait aussi bien aux besoins du second cas qu'à ceux du premier. Pourtant une objection encore peut être faite à cette assimilation. La nécessité de diversifier les placements et par conséquent celle de l'investment trust apparut en Angleterre en relation avec l'incertitude des placements dans les pays lointains. Si les placements sont purement domestiques, comme aux Etats-Unis, la possibilité pour tout capitaliste d'accéder aux sources d'information ne rend-elle pas superflue la création de sociétés de placement ? Non, sans aucun doute, car la difficulté du choix des titres à mettre en portefeuille s'est accrue depuis la fin du xix^e siècle en fonction même de l'augmentation du nombre des placements possibles. De plus la position des différents facteurs de la production n'a jamais été plus instable. La prospérité d'une industrie est beaucoup plus vulnérable qu'au siècle précédent, et les inventions se sont suc-

cédées à un rythme assez rapide pour miner en quelques années certaines activités et en susciter d'autres. En outre le développement des Etats de l'Ouest ne s'est pour ainsi dire pas fait par des emprunts de villes ou d'Etats, ni même le plus souvent par des émissions d'obligations de la part de sociétés locales. En raison du goût des Américains pour le risque et de la doctrine, alors en pleine vogue, des actions ordinaires comme placement à long terme, il s'est fait presque toujours par participation directe dans des sociétés industrielles et commerciales, avec participation aux risques naturellement. Il y avait donc place pour un organisme qui disposerait de fonds suffisants pour faire une répartition assez large de ses placements et de sources de renseignements assez rapides et sûres pour pouvoir se retirer d'une mauvaise affaire avant les autres. L'investment trust se trouvait donc justifié.

Ainsi dans les deux cas les investment trusts sont nés des besoins généraux du marché des capitaux. Dans l'un et l'autre cas ils ont profité d'un mouvement d'inflation de crédit, et ont souffert extrêmement de la crise qui a suivi et qui, dans les deux cas, fut marquée par une baisse foudroyante de la cote, plus rapide et plus ample que dans la plupart des autres crises. Que les investment trusts en soient ou non en partie responsables, peu importe pour le moment. Il suffit de constater qu'en quarante ans ils furent deux fois pris au même piège et commirent les mêmes erreurs. Il nous faut donc tâcher de déterminer quelles furent les fautes commises et comment elles eussent pu être évitées, afin que, si, dans quelque autre pays, les conditions se présentent qui justifient la création d'investment trusts, l'on puisse profiter des leçons de cette double expérience.

CHAPITRE II

LES INVESTMENT TRUSTS ET LES AUTRES SOCIÉTÉS DE FINANCE

Quel rôle les investment trusts peuvent-ils jouer dans un système économique ? Ont-ils même un rôle ? La concentration des moyens de production et la constitution de sociétés anonymes de plus en plus vastes, la nécessité de pourvoir de capitaux des entreprises énormes, ont obligé les financiers à faire appel à une couche sociale qui jusqu'à présent s'était en général abstenue de toucher aux valeurs mobilières autres que les rentes ou obligations municipales. De plus il est manifeste que le seul fait de placer son épargne en valeurs à revenus fixes n'est pas une garantie suffisante de la conservation de cette épargne. Il est inutile de rappeler qu'il n'est pas rare de voir des Etats faire défaut, et que les emprunts russes par exemple n'ont plus guère de valeur à l'époque actuelle. Même les porteurs de rente française ont perdu 80 % de leurs économies, aussi bien du reste que tout porteur d'obligations libellées en francs ou que les clients des caisses d'épargne. Si l'on rejette ces derniers exemples comme des exceptions causées par un cataclysme, il n'en demeure pas moins qu'aux Etats-Unis mêmes, dont la monnaie est constamment restée à sa valeur

or jusqu'à la crise actuelle, un capital placé en obligations en 1896 et supposé remboursable en 1920 représentait bien aux deux dates la même somme en dollars et le même poids d'or, mais son pouvoir d'achat avait dans l'intervalle diminué de plus de moitié ¹. Mais si le propriétaire de ce capital avait eu à l'époque où il constitua son portefeuille une somme suffisante pour la diviser entre des valeurs à revenu fixe et une liste assez large de valeurs à revenu variable, et si, d'autre part, il avait eu les connaissances et le temps nécessaires pour surveiller ces valeurs durant les 25 années qui suivirent, il eût été capable assurément de se trouver constamment en possession d'une somme réalisable dont le pouvoir d'achat aurait, à tout le moins, oscillé dans les limites considérablement plus restreintes. Mais, par hypothèse, la classe sociale à qui s'adresse l'investment trust n'est ni capable par son éducation économique de surveiller un portefeuille, ni en mesure de disposer de capitaux suffisants pour en faire une répartition assez large pour annuler les risques de perte. Dès lors il y a place pour l'organisation d'une société dont le seul but serait de fournir à la classe en question les moyens d'atteindre à la sécurité au moins autant que le font de plus riches. Néanmoins l'investment trust ne doit pas pour cela être présenté comme une œuvre de bienfaisance ou de philanthropie, quoique ses répondants aient souvent adopté cette position. Son rôle social n'est que la conséquence de la nécessité où sont les grandes sociétés anonymes d'atteindre une quantité toujours accrue de capitaux ². On peut soutenir qu'il y a un avantage réciproque pour les Sociétés à recevoir ces nou-

1. L'histoire de la crise actuelle a prouvé que la stabilité monétaire n'est plus la règle, mais l'exception.

2. Par là les investment trusts sont dans la ligne de pensée des financiers du Second Empire (Cf. Introduction).

veaux capitaux, et pour les possesseurs de ces capitaux à les placer de telle façon dans le processus économique qu'ils puissent participer aux profits d'une entreprise prospère sans risquer de voir tout disparaître dans la faillite d'une seule affaire. Il n'est pas question d'étudier dans ce chapitre la qualité des garanties apportées en fait par les investment trusts, il ne s'agit que de nous efforcer de déduire de leur principe les caractères généraux qui doivent diriger leur gestion, de façon à pouvoir les distinguer sans confusion possible des autres sociétés de placements ou de finance dont ils se rapprochent.

D'ailleurs l'investment trust n'est pas le seul moyen d'attirer l'épargne vers les grandes sociétés anonymes. Le système de participation ouvrière peut être considéré sous cet angle. Et, s'il a certains avantages, il a également de grands inconvénients. Sans doute il permet de diminuer l'instabilité du personnel (turnover), mais il diminue du même coup l'indépendance de l'ouvrier vis-à-vis de la firme qui l'emploie. Si les plans prévoient en général une clause de retrait, elle est d'habitude défavorable à celui qui s'en prévaut, et la chose est naturelle. Encore qu'il soit difficile d'estimer l'effet psychologique qui résulte de la possession d'actions de l'usine où l'on travaille, est-il probable que l'infime part que l'ouvrier possède dans l'entreprise suffise à lui donner un sentiment de copropriété assez développé pour multiplier son zèle et produire tous les avantages que les théoriciens semblent parfois en attendre ?

La part obtenue est non seulement minime, mais pratiquement elle ne permet pour l'ensemble du personnel aucun contrôle de la marche de l'affaire ni l'accès à aucune source de renseignements. Si l'affaire périclité, les action-

naires capitalistes peuvent au moins tenter de se défaire des titres, les employés de la société sont obligés de garder les leurs. Ils se trouvent dans une situation précaire, puisqu'à la fois leur emploi et leur capital dépendent du succès d'une seule et même entreprise. Sans doute est-ce aussi le cas de l'entrepreneur lui-même, mais il dirige son affaire et ne peut s'en prendre qu'à soi-même s'il la mène à la ruine¹. Objection assez forte pour avoir conduit un certain nombre de grandes entreprises américaines à changer leur système antérieur, à écarter le plan pur et simple de participation ouvrière et à constituer une sorte de Société de Placements, comme la General Electric Securities Co, qui se propose d'investir l'épargne des employés selon les principes de l'investment trust. Mais alors il est bien préférable d'avoir un investment trust indépendant. Car les chances d'un emploi des fonds par la société filiale pour les desseins de contrôle de la société mère et l'extension de ses affaires sont beaucoup plus considérables que les chances de placement entièrement désintéressé. De plus l'indépendance de l'individu est au moins aussi diminuée que dans le pur plan de participation ouvrière.

S'il lui faut remplir cette fonction sociale l'investment trust doit être une institution financière bien distincte. Et c'est un des aspects les plus décevants de l'expérience américaine que l'absence de toute frontière nette entre l'investment trust et les sociétés financières qui s'en rapprochent. La plus regrettable confusion règne, sinon en théorie, du moins en pratique, dans la classification des sociétés de finance américaines. Sans aucun doute la popularité des investment trusts de 1927 à 1929 est à la base de cette

1. Et bien souvent même ce n'est pas le cas de l'entrepreneur, ainsi que le montre la fin de ce chapitre.

confusion. Les promoteurs d'affaires nouvelles, sûrs de trouver acquéreurs pour des titres qui se proclamaient titres d'investment trusts, se préoccupaient fort peu de savoir si les principes de gestion qu'ils appliquaient étaient ou non conformes aux principes impliqués dans le nom dont ils se couvraient. L'investment trust se trouva de la sorte constamment mêlé à différentes espèces de sociétés de finance, les trading companies, les investment companies et les holding companies.

La Trading Company est une société qui se propose de réaliser des bénéfices par des opérations de bourse. C'est-à-dire qu'elle est très proche de l'investment trust et que l'on passe par degrés insensibles de l'un à l'autre, de l'investment trust dont le portefeuille n'est que rarement modifié à la Trading company remuant continuellement ses ressources et prenant des positions spéculatives sur le marché. La ligne de démarcation ne doit pas en être moins rigoureusement tracée. Tout en laissant une marge de liberté suffisante à l'investment trust, il est en tout cas certain qu'on doit lui refuser la possibilité de faire des opérations à découvert, ce qui rentre dans le champ de la Trading Company. D'autre part, il doit, dans tout ce qu'il entreprend, toujours placer au premier plan la question de sécurité. Ainsi, dans une période de prospérité boursière, lorsque chacun réalise des bénéfices plus apparents que réels en liquidant certaines positions en hausse et en en reprenant de nouvelles sur des valeurs encore susceptibles de monter, mais déjà au-dessus de leur prix, la Trading company, même si sa direction a conscience des dangers de la spéculation, est dans son rôle en acceptant le risque, et en prenant position sur le marché ; la spéculation raisonnée lui est permise.

Mais l'investment trust s'engagerait en agissant de même dans une série d'opérations dont le risque dépasse celui que le but qu'il se propose lui permet d'assumer. En d'autres termes l'investment trust doit vendre tout ou partie des titres en portefeuille sitôt qu'il est persuadé qu'ils ont dépassé leur cours rationnel, il doit se retirer du marché, employer ses fonds sur d'autres places, où la hausse n'a pas atteint les mêmes proportions, ou simplement les investir en prêts à court terme, call loans ou reports, dont le taux généralement élevé à cette période du cycle commercial lui fournit un revenu facile et important.

Un autre des reproches adressés couramment aux investment trusts américains est leur intime liaison avec les « investment houses », soit approximativement ce que nous pourrions appeler des banques de financement ou d'affaires, maisons dont l'activité principale consiste à participer dans des syndicats de souscription de titres et à placer ensuite ces titres sur le marché. Or la plupart des grandes banques de cette espèce aux Etats-Unis ont fondé chacune un ou plusieurs investment trusts qui revêtent plus ou moins l'aspect de filiales. Seligman et C^o, Lehman Brothers, Harris Forbes and C^o, Goldman Sachs et C^o, pour n'en citer que quelques-unes. Le public, devenu hypercritique à la suite de pertes excessives encourues dans certains cas (la Goldman Sachs Corporation se vendait en 1931 sur le marché de New-York 4 dollars l'action de 100 dollars) a été conduit à soupçonner dans certains d'entre eux une espèce de fourre-tout, et les autorités du Stock Exchange elles-mêmes se sont élevées dans des discours publics contre les dangers de ces relations. Nous avons déjà remarqué qu'une telle pratique n'avait pas été rare parmi les investment trusts britanniques avant la panique de 1890 ;

nous pensons même qu'elle y fut relativement plus développée. A la vérité, les abus en question n'ont sans doute été qu'exceptionnellement aussi éclatants qu'on les a prétendus, surtout lorsqu'il s'agit de maisons d'un standing suffisant ¹. Et le cas de la Goldman Sachs Corporation est plus compliqué que ne l'impliquent ces affirmations un peu simplistes.

De plus, il ne faut pas oublier que dans la publicité des portefeuilles, telle du moins qu'elle est comprise par les plus importants des trusts américains, il y a une véritable garantie contre ce dumping des titres patronnés par une banque dans le portefeuille de l'investment trust qui lui est affilié. Deux méthodes ont été concurremment adoptées par les sociétés qui livrent au public la composition de leur portefeuille. L'une qui consiste à donner la liste des valeurs sans indiquer le nombre des titres possédés dans chaque affaire, l'autre qui tend à devenir la méthode générale, à la suite de la défaveur grandissante qui s'attache aux trusts depuis la crise, et qui consiste à fournir toutes les données utiles sur la nature des placements. La première méthode est toujours sujette à caution, et, par principe, l'on doit soupçonner de fraude toute société qui l'emploie. A plus forte raison si elle est affiliée à une maison de banque et si, parmi les valeurs en portefeuille il s'en trouve de celles qui furent lancées par la maison mère. Rien n'empêche cette société de se pourvoir d'une seule action de cinquante sociétés différentes, toutes de premier ordre, pour un total de cent mille francs, et d'avoir d'autre part 10 millions placés dans cinq ou six affaires plus ou moins

1. Le cas le plus caractéristique de « dumping » de titres est le « Continental Shares of Cleveland » dont l'ancien conseil d'administration a été l'objet d'attaques violentes, particulièrement en la personne de son président Cyrus B. Eaton, connu surtout pour avoir empêché en 1930 la fusion de la Bethlehem Steel et de la Youngstown Sheet and Tube Co.

honnêtes et plus ou moins risquées, de celles que les meilleures maisons de banque se laissent parfois aller à lancer en période de boom.

Si le trust emploie la première méthode de publicité de son portefeuille, le bon renom des cinquante actions fera passer la pilule des cinq affaires risquées, et le tour est joué, jusqu'au jour où une débâcle vient découvrir la vérité. A l'époque actuelle, avec la défiance du public, un trust ne pourrait songer à créer un marché sur ses titres dans de telles conditions, mais avec la psychologie de hausse, le cas s'est certainement produit, et, par exemple, on ne peut se défendre de penser que la Petroleum Corporation fut juste fondée au moment voulu pour acheter à ses fondateurs, aux plus hauts cours, des actions pétrolifères dont ils pouvaient avoir certaines raisons de se séparer.

En fait les maisons de banque qui ont patronné des investment trusts tendent de plus en plus à leur donner une autonomie complète, en principe du moins. La seule liaison qui existe entre les deux affaires est devenue dans la plupart des cas, une liaison personnelle, les deux conseils d'administration comportant un certain nombre de membres en commun. Mais en ce qui concerne la direction et les services d'études financières, elles sont entièrement distinctes. Les deux organisations occupent des locaux différents, bien que souvent dans le même immeuble, et le trust n'emploie les bons offices de la société mère que dans les cas où il ne pourrait de lui même recueillir les renseignements qu'elle lui fournit. Par exemple les entreprises de statistique, Moody's et Standard Statistics, fournissent un examen à peu près complet du marché domestique américain et de ses différents éléments, très proba-

blement la maison mère est abonnée aux deux services, le trust n'en est pas moins abonné pour son compte personnel, car son organisation doit se suffire à elle-même. Mais, par les relations qu'elle a établies dans le monde entier à la suite de nombreuses années d'activité internationale, par ses correspondants, la banque mère est sans doute à même de recueillir des renseignements capables d'avantager la direction du trust dans son appréciation des conditions du marché mondial. Dans ce cas spécial le trust dépend du système d'informations internationales de sa banque, mais il garde sa liberté quant aux conclusions à en tirer et aux décisions à prendre. Et, malgré son importance, le Conseil d'administration peut difficilement aller à l'encontre de la direction, car celle-ci est souvent assurée par un personnage très connu dont la démission entraînerait des conséquences fâcheuses pour la popularité du trust. Donc ni la liaison personnelle à l'intérieur des conseils, ni la dépendance en ce qui concerne certaines sources de renseignements ne sont vraiment dangereuses dans le cas d'un investment trust sérieusement organisé.

Au surplus, à tout prendre, il n'est pas mauvais que donnent leur avis, pour le maniement des fonds du trust, des hommes qui ne font autre chose qu'étudier la situation des marchés internationaux. Il faut seulement qu'ils ne puissent dégager leur banque aux dépens de la Société de Placements, la publicité complète du portefeuille y ferait obstacle, et que leur volonté ne soit pas assez souveraine pour qu'ils puissent l'imposer quand ils sont manifestement aveuglés par leurs propres intérêts bancaires, l'indépendance de la direction du trust est généralement suffisante à cet effet. Les avantages d'une telle alliance dépassent

donc largement ses désavantages lorsqu'il s'agit d'une maison de banque de haut standing¹.

Mais le problème le plus important et le plus grave est celui des rapports de l'investment trust et de la holding. En principe la distinction des deux espèces d'entreprises est très aisée.

L'investment trust s'interdit de prendre un intérêt contrôlant dans aucune des affaires où il place ses fonds, il s'interdit même d'influencer la marche de l'affaire. Très souvent il adopte la politique de ne pas utiliser les droits de vote afférents aux titres qu'il possède. La holding au contraire, joue le rôle de société mère vis-à-vis de filiales, c'est-à-dire qu'elle rassemble dans un système unique un certain nombre d'entreprises séparées en s'efforçant d'obtenir un contrôle de droit ou de fait sur ces sociétés. Elle dirige la marche de l'ensemble du système et peut même aller jusqu'à sacrifier entièrement une ou plusieurs de ses filiales si le bénéfice total du groupe doit en être accru. Naturellement la holding ne s'occupe que d'un nombre restreint d'activités économiques. Elle est essentiellement un instrument de concentration, elle forme donc d'habitude de larges fusions à l'intérieur d'une seule industrie, en y ajoutant parfois des activités connexes : ainsi une holding de force électro-motrice joint souvent à son système de production et de distribution d'électricité le système de transports en commun qui utilise son courant, comme le groupe Insull de Chicago par exemple. A première vue il paraît donc facile de séparer le bon grain de l'ivraie, et de distinguer les investment trusts des holdings. Contrôle et spécialisation du portefeuille dans un cas,

1. D'ailleurs, parmi les trusts les moins malheureux, il s'en trouve trois qui sont affiliés à des maisons de banque.

refus de contrôle et diversification dans l'autre. Malheureusement en pratique il n'en est pas ainsi. D'abord un certain nombre d'investment trusts américains se sont spécialisés dans un seul genre d'industrie, chemins de fer ou aéronautique par exemple, si bien que le premier élément de distinction n'est nullement crucial.

D'autre part, qu'est-ce qu'un intérêt contrôlant ? En droit la réponse est facile, c'est plus de 50 % des voix. En pratique c'est généralement beaucoup moins, et proportionnellement d'autant moins que l'affaire à contrôler est plus vaste et que les titres en sont plus répandus dans le public. Il n'est pas sans exemple qu'un intérêt de 10 % ait suffi à assurer une place prépondérante dans la direction d'une affaire importante, et c'est la raison de la présence dans certains statuts d'investment trusts d'une clause leur interdisant d'avoir plus de 10 % des voix dans une société¹. Mais d'autres complications viennent s'ajouter. Dans l'expérience américaine il est fort rare qu'un trust soit isolé, ils vont le plus souvent par groupes ou mieux par grappes, se contrôlant les uns les autres de façon plus ou moins avouée par des échanges de titres, souvent à vote plural. Et, au total, les placements de ces différents trusts, même si chacun a dans ses statuts la clause limitative, s'additionnent et donnent à l'ensemble du groupe un pouvoir de contrôle sur la marche de certaines des affaires en portefeuille, alors que chaque trust pris séparément semble appartenir à l'espèce la plus pure.

Le problème est d'autant plus grave que le plus puissant des groupes américains, celui qui, jusqu'en 1929, avait

1. Ainsi le système de services publics Morgan-Drexel-Bonbright contrôlé par l'intermédiaire de la holding United Corporation ne l'est que par un intérêt très minoritaire.

accumulé succès sur succès, et qui, de plus, était demeuré parfaitement clair dans sa structure financière, s'est livré au sommet du boom de 1929 à une opération obscure qui consistait non pas, ainsi qu'il l'avait fait jusque là, à créer de nouveaux trusts parallèles à ceux qu'il contrôlait déjà, mais à superposer à tout le système un élément nouveau contrôlant l'ensemble avec un minimum de capitaux et qui est en même temps une véritable holding de valeurs d'électricité.

Du coup tout l'ensemble de ces investment trusts perd son caractère d'entreprise de placement, et se transforme en un groupe qui se sert des centaines de millions de dollars souscrits par les petits capitalistes pour participer activement à la concentration de l'industrie électrique aux Etats-Unis, devenant en fait par des fusions successives avec d'autres groupes l'un des deux plus puissants producteurs et distributeurs d'électricité de toute l'Union ¹.

Or il est remarquable qu'à l'époque la question de la production du courant était l'un des éléments les plus troubles de la politique intérieure américaine. On accusait les producteurs de coalition contre l'intérêt public et de maintien artificiel des prix. Dans tous les grands Etats industriels de l'Est, New-York, Pennsylvania, Rhode-Island, Massachusetts, New-Jersey, l'un des éléments décisifs des élections de 1931 fut la question du Power Trust, ou trust de l'électricité, et les gouverneurs y furent élus très largement pour lutter contre ce trust, qu'il fût réel ou imaginaire. S'il est réel, ainsi que certaines déclarations des éléments progressistes du Sénat et certaines révélations sur la propagande entreprise dans le pays tout entier, (faites au Congrès annuel de l'American Economic Association à

1. United Founders of America.

Cleveland en décembre 1930)¹, tendent à le faire croire, il a des intérêts directement opposés à ceux de la masse des consommateurs. Et un groupe d'investment trusts, en y participant, a cessé d'être un simple intermédiaire entre le marché des titres et l'épargnant, il est devenu aux mains de ses administrateurs un outil de lutte économique, et, selon l'opinion qu'on voudra adopter, un utile instrument de concentration ou le moyen de se servir des capitaux des petits épargnants pour lutter contre les mêmes personnes, prises cette fois en leur autre aspect de consommateurs. Dans l'un et l'autre cas l'investment trust est sorti de son rôle.

Et, dans le domaine de l'électricité, il y a plus d'un exemple où l'investment trust, vrai ou déguisé, a servi à des desseins de cet ordre. Le quatrième producteur, par rang d'importance était en 1930 le groupe Insull de Chicago. Tout l'édifice en reposait sur deux sociétés, l'Insull Utility Investments avec plus de 250 millions de dollars de ressources, et la Corporation Securities Company of Chicago avec plus de 150 millions de dollars. Soit un total supérieur à 400 millions de dollars. En fait ces deux sociétés étaient presque ouvertement des holdings. Néanmoins, dans les publications bancaires donnant des renseignements sur les investment trusts, elles apparaissaient parmi ceux-ci, et leurs rapports dans tous les journaux financiers étaient placés sous la rubrique « investment trusts ». Aux yeux du public, elles faisaient certainement figure de trusts, à moins de supposer à celui-ci une curiosité bien extraordinaire, et sans aucun doute lorsqu'Insull les fonda respectivement en 1928 et 1929, il misa sur la popularité du nom et sur la confusion du public, y trouvant

1. American Economic Review. Congress of Cleveland.

un moyen de lever plus aisément les capitaux dont il avait besoin pour ses desseins personnels.

Il est très difficile de se rendre compte de la puissance exacte qu'avait ce groupe, car, sur les 400 millions représentés par les deux sociétés il y en a une partie qui fait double emploi, chacune des deux sociétés contrôlant l'autre. Le système était bâti avec une telle dextérité qu'il est difficile même après sa faillite retentissante d'en débrouiller les implications et d'en analyser l'exakte structure, dont le but avoué était de procurer à la famille Insull un contrôle légal ou de fait sur tout un système de production et de distribution de gaz et d'électricité, en même temps que sur tout un système de transports en commun. Et l'on ne peut dire que l'on soit ici en présence d'un service économique. C'est un exemple frappant de ce qui s'est passé dans tout le mouvement de concentration de l'industrie électrique américaine. Une concurrence acharnée entre les puissantes holdings les a fait enchérir les unes sur les autres pour l'acquisition d'entreprises plus ou moins prospères qu'elles payèrent finalement un prix exorbitant en pensant le rattraper rapidement grâce aux perspectives d'avenir de ces affaires. Mais elles achetèrent au plus haut de la prospérité et la crise suivit presque aussitôt, d'où une inflation de capital dans tous les grands groupes électriques, inflation que la dépréciation de la monnaie ne suffira pas même à résorber.

L'enchevêtrement des investment trusts avec les holdings est tel, et d'autre part le rôle des holdings est si important dans tout le mouvement industriel contemporain aux Etats-Unis qu'il ne nous semble pas superflu de consacrer une digression à ce rôle.

La holding est en principe, ainsi que nous l'avons définie,

une société financière dont les ressources sont employées à l'acquisition d'un intérêt contrôlant dans un certain nombre d'affaires liées entre elles par la nature de leur production. Les différentes variétés concevables seraient une production totale unique ou, en tout cas, composée de produits de remplacement, ou bien une série de produits dont les uns servent de matières premières pour les autres. Il n'est pas impossible de concevoir une holding qui contrôlerait deux groupes d'affaires sans rapport entre eux, mais il est difficile de trouver une raison d'être à une telle organisation. S'il en est ainsi la holding est surtout un procédé de concentration de l'industrie. Pourquoi ce procédé a-t-il parfois été utilisé de préférence à d'autres et dans quels cas ?

Un certain nombre d'avantages sont évidents. On sait d'abord que, si, dans une activité économique donnée, on considère le rendement d'une affaire comme fonction de ses dimensions, la courbe représentative commence par croître, passe par un maximum, puis décroît. Ce qui signifie que, au-delà d'un point à déterminer pour chaque cas, il devient désavantageux de concentrer une industrie donnée. Or la holding est un moyen parfait d'éviter cette difficulté. Soit un nombre n de fabriques, toutes avoisinant la dimension optima, une fusion n'aura d'autres résultats que de diminuer le rendement net de l'ensemble. Mais le contrôle par une holding laisse à chaque firme son autonomie, et par suite sa dimension et son rendement optimum, et en même temps toute la production est sous le contrôle d'une seule société, apportant l'élément qui est la raison dernière de toute concentration industrielle au-dessus d'un certain niveau. La holding n'est pourtant pas le seul moyen de tourner la difficulté. Dans l'industrie automobile par

exemple, la General Motors l'a résolue différemment en constituant à l'intérieur d'une société unique des services pratiquement autonomes.

Un autre avantage, à tout le moins théorique, de cette espèce de société financière, est la possibilité de se dégager d'une affaire si elle s'avère peu profitable. Si difficile qu'il soit de se défaire d'un lourd paquet de titres, il est encore plus difficile de se défaire d'une usine que l'on exploite, et la holding, connaissant la marche de l'affaire avant le public et mieux que lui, peut espérer lui revendre les titres qu'elle désire liquider. En ce qui concerne sa formation financière, la holding company est généralement plus facile à constituer qu'une nouvelle société exploitante. De plus il demeure toujours une obscurité propice dans les liens financiers qui l'unissent à ses filiales. Les comptes sont aisément embrouillés, moins aisément tirés au clair par les personnes extérieures au groupe, et il est facile de payer excessivement les services rendus par la holding, par exemple lorsqu'elle assume l'administration générale du groupe, bien plus qu'il ne le serait de le faire pour les administrateurs d'une grande société industrielle.

Mais ces avantages sont compensés par des désavantages également importants. La constitution financière en est fatalement fragile et le centre de gravité en est trop haut placé, « topheavy » disent les Américains. Viennent ensuite la dépense entraînée par l'existence d'organisations séparées et les difficultés que peut donner l'indépendance juridique absolue des sociétés réunies dans le portefeuille de la holding ; enfin la possibilité que des minorités agissantes ou, dans les pays où existent des lois contre la coalition, une action gouvernementale, s'efforcent de dissocier la

combinaison, ce qui est d'autant moins difficile que dans ce cas, selon le mot de J.P. Morgan, « les œufs n'ont pas été brouillés ».

Il faut donc trouver d'autres caractères pour justifier le développement de la holding aux Etats-Unis. Ils apparaissent à qui considère les branches de l'activité économique dans quoi elles se sont surtout développées. Lorsqu'on parle de holding aux Etats-Unis, l'on songe immédiatement à la production et distribution d'électricité d'une part, aux chemins de fer de l'autre¹. Du reste le Sénat a ordonné une enquête officielle dans les deux cas. Quels sont donc les caractères communs à ces deux industries qui expliquent le mouvement ? D'abord le montant du capital exigé. Il doit être considérable et fourni d'un seul coup. Il ne s'agit plus de constructions de voies ferrées aux Etats-Unis, mais de la réunion des différents réseaux, et l'achat d'un réseau demande une mise de fonds immédiate et importante. Quant à l'industrie électrique, on sait que la caractéristique en est la diminution du coût marginal avec l'augmentation de la production. Ce qui revient à dire que, dans l'établissement du prix de revient d'une unité de force les frais fixes² entrent pour une part prépondérante, ou, en d'autres termes, que la constitution du système de production et de distribution exige une première mise de fonds considérable et dont les effets ne se font sentir qu'après un certain temps, quand la production atteint un développement suffisant. Une autre caractéristique commune des deux industries, c'est qu'elles sont des services publics, et, en cette qualité, le plus souvent soumises à

1. Il y faudrait ajouter l'activité bancaire par suite de l'interdiction légale de fonder des banques à succursales.

2. Immobilisations et frais généraux.

des mesures de restriction et à des règlements stricts de la part des pouvoirs publics. Ainsi, aux Etats-Unis, les différents Etats, ou du moins certains d'entre eux, ont des lois rigoureuses, bien que souvent violées, à ce sujet et en tout cas, il ne cesse d'être question d'un renforcement du contrôle. Comme la jurisprudence américaine prétend déterminer les tarifs par le capital à rémunérer, on comprend qu'il soit avantageux de superposer aux entreprises exploitantes une holding dont le capital devra lui aussi être rémunéré à 8 % et permettra le maintien des prix¹.

De plus, chemins de fer et électricité, comportant le passage d'un Etat dans un autre, relèvent de l'Interstate Commerce Commission, dont les pouvoirs d'enquête et de réglementation sont très grands. Mais toutes ces dispositions ne s'attachent qu'aux sociétés exploitantes, et la holding n'est pas une société exploitante et peut, par des subtilités juridiques, essayer de se tirer d'affaire. Ainsi en 1922, devant la Public Utilities Commission de l'Etat d'Ohio, l'Ohio Mining C^o attaqua une société locale de distribution d'électricité pour tarifs excessifs et subsidiairement nomma comme co-partie au procès la Southern Ohio Power C^o, holding contrôlant la firme distributrice. La holding tenta de se faire mettre hors du procès en excipant de sa qualité de société de finance non exploitante qui la soustrayait à la juridiction de la commission. La décision rendue par la Cour le fut contre la société, mais la jurisprudence américaine n'est pas fixée à cet égard.

En ce qui concerne les chemins de fer, les raisons sont encore moins cachées. Une des particularités du système américain consiste dans la concurrence que se font les réseaux sur presque tout l'ensemble du territoire. De Was-

1. Cf. Bonhright and Means. The Holding Company

hington à Chicago, par exemple on peut choisir entre quatre grands réseaux au moins. Le réseau total est divisé entre 160 compagnies ayant un revenu annuel supérieur à 1 million de dollars et 471 petites compagnies dont le revenu est inférieur à cette somme. Sitôt que, après la guerre, le gouvernement eut rendu les chemins de fer à l'exploitation privée, l'Interstate Commerce Commission se préoccupa de préparer la concentration du réseau en un nombre restreint de systèmes. Mais elle désirait éviter les grands coups de bourse et les unions plus ou moins justifiées qui avaient marqué la lutte des magnats des chemins de fer, entre 1880 et 1910, et elle était décidée à faire jouer, en présence de toute fusion qui ne lui apparaîtrait pas économiquement saine, la procédure qui brisa entre 1896 et 1901 les efforts du groupe Morgan-Hill pour placer le Northern Pacific sous le contrôle du Great Northern. Dans le cas des chemins de fer aussi bien que dans celui de l'électricité il était donc normal que les grands hommes d'affaires soucieux de former des systèmes puissants en toute liberté employassent de préférence une méthode discrète de concentration. Pour ce dessein la holding s'imposait.

Mais elle offre encore un autre avantage caché, récemment découvert par les financiers américains et dont ils n'ont pas laissé de profiter abondamment. Avantage qui présente un intérêt direct pour cette étude car il appartient à toutes les sociétés de placements, investment trusts aussi bien que holdings, et il fut employé par les uns aussi bien que par les autres. Parmi les nombreux exemples présentés par l'expérience américaine, l'un des plus frappants est le système de réseaux ferrés constitué depuis la guerre par les frères Van Sweringen. Leur entrée en jeu date de l'achat du New-York, Chicago and Saint-Louis Railroad Company

en 1916. Ils se trouvaient en 1930 à la tête du plus vaste des grands systèmes ferroviaires américains. Sans doute l'homogénéité en est moins parfaite que celle des réseaux dont la création remonte à 1870 ou plus haut encore, mais la longueur de voies en est d'environ 50.000 kilomètres soit plus de 10 % des voies ferrées américaines. Il dépasse le groupe du Northern Pacific et le Pennsylvania, il est plus de deux fois plus étendu que le New-York-Central, tous systèmes dont les fondements remontent à l'époque même de la construction des premiers chemins de fer. Sa valeur globale est estimée à 3 milliards de dollars environ. Mais la caractéristique la plus curieuse en est que les frères Van Sweringen ont le contrôle légal ou de facto de tout le système avec un capital engagé probablement inférieur à 100 millions de dollars. La proportion des votes qu'ils possèdent varie, dans les huit plus considérables des compagnies contrôlées, entre 20 et 80 %, avoisinant 50 % dans trois des quatre plus importants réseaux, le New-York, Chicago and Saint-Louis, le Chesapeake and Ohio, et le Père Marquette, et 30 % dans l'Erie Railroad Company. La somme des capitaux personnels investis par eux varie pour les mêmes sociétés entre 0,25 et 1,7 %, la moyenne en étant nettement inférieure à 1 %. Dans les quatre réseaux les plus importants nommés ci-dessus les capitaux des Van Sweringen représentent toujours moins de 1 %.

Sans entrer dans les détails de ce système particulier, il est aisé d'expliquer comment on peut obtenir ce résultat. Soit une société de placements, investment trust ou holding, au capital de 100 millions, divisé à la manière anglaise, en 25 millions d'actions ordinaires, seules ayant droit de vote en conditions normales, 25 millions d'actions de préférence et 50 millions d'obligations. Le groupe qui

la crée peut en garder le contrôle avec 12.600.000 francs de mise de fonds. S'il ne désire pas le contrôle légal, mais simplement le contrôle de fait, il a besoin de moins encore, car il faut tenir compte de la négligence des porteurs de titres. Admettons qu'il tienne au contrôle légal, rien ne l'empêche de créer ensuite une seconde société de placements au capital de 12.600.000 francs divisé de la même manière et dont il aura le contrôle légal avec 1.600.000 francs environ. Cette société n'a naturellement point d'autre but que de mettre en portefeuille les 12.600.000 francs d'actions ordinaires de la première société et d'en assumer le contrôle. Le groupe en question se trouve alors en possession du contrôle légal d'un capital de 100 millions avec un intérêt global de 1.600.000 francs. Rien ne le force à s'arrêter en si bonne voie et l'on comprend comment les frères Van Sweringen parviennent à contrôler un système de 3 milliards de dollars en possédant eux-mêmes personnellement moins de 1 % des titres des affaires contrôlées.

Qu'on ajoute les facilités apportées par différents artifices de constitution du capital des sociétés de placements, qui tous reviennent sous une forme ou sous l'autre à un vote plural accordé à certains titres, qu'on imagine ces sociétés se contrôlant réciproquement les unes les autres de façon à enlever toute clarté au système et à empêcher le profane d'en trop pénétrer le secret, et l'on se fera une image assez fidèle de ce que représentent aux Etats-Unis les plus considérables des groupes de holdings ou d'Investment trusts, en ce qui concerne les chemins de fer ou l'électricité¹.

Les conséquences sociales en sont importantes². II

1. H.L. Doherty avec un investissement de dol. 1.000.000 contrôle 27 % des voix d'un ensemble de dol. 1.250.000.000 ; il domine donc une affaire avec moins de 0,1 % du capital — Et il y a d'autres exemples analogues.

2. Tous ces renseignements sont tirés de Bonbright et Means, *The Holding Company*. N.Y. 1932.

n'en résulte rien de moins qu'un divorce absolu de la propriété et du contrôle dans les plus puissantes affaires. Plus l'affaire est considérable, plus ce divorce a de chances de se produire. Dans un système semblable à celui des Van Sweringen, les possesseurs de 99 % du capital n'ont aucun pouvoir, même en s'unissant il leur serait impossible d'enlever le contrôle au 1 % qui domine l'affaire. Du moins si l'on suppose l'organisation financière sans défauts, ce qui est rarement le cas. Dans l'exemple Van Sweringen il y a une fissure, une clause concernant la couverture des obligations émises par la plus importante de leurs holdings. Il se peut que le contrôle leur échappe par suite de la crise, il leur a peut-être même déjà échappé, mais ils ne le perdront pas au profit des 99 % restant, il ira grossir les intérêts d'un groupe plus puissant. En tout cas, quelle que soit l'issue personnelle, le résultat ne change pas. Le conseil d'administration possède, avec une minorité d'intérêts, le contrôle de l'affaire, il se recrute par une espèce de cooptation où les 99 % du capital n'ont rien à voir, il nomme les directeurs de l'affaire et en ordonne lui-même la politique. Il n'y a aucune chance pour que le pouvoir lui échappe jamais et retourne à la masse des actionnaires à moins d'une trahison dans son sein même, et les hommes qui sont membres du conseil savent bien qu'ils ont tout à gagner à rester unis. Le rôle des actionnaires dans l'élection des dirigeants et dans la marche de l'affaire elle-même est à peu près aussi grand que celui de l'ensemble des membres d'une église dans le choix des hauts dignitaires et la détermination des dogmes.

Dès lors quel motif ces administrateurs héréditaires ont-ils de diriger ces systèmes, dont ils ne possèdent qu'une infime partie à titre personnel, pour le plus grand intérêt

des actionnaires et pour le plus grand bien du public ? Le sort des actionnaires a bien des chances de se traduire par une diminution des dividendes, et pour plusieurs raisons.

D'abord, même si les porteurs directs de titres des affaires en exploitation ne souffrent pas du changement, la part des dividendes qui revient à ceux qui possèdent leurs titres par l'intermédiaire des holdings subira sans doute une passable évaporation en chemin, devant amortir les frais généraux de toutes les sociétés interposées. De plus, à moins qu'ils soient tout à fait scrupuleux (et nous ne pensons pas abuser en tenant pour admis que ce serait une exception) les éléments contrôlants tiendront à se rétribuer largement de leur peine, le haut personnel verra ses salaires portés à des chiffres énormes ; sans doute y ajoutera-t-on le système des bonus, si utiles pour garder les meilleurs éléments dans l'affaire et leur retirer l'envie de passer chez le voisin, et les prébendes se multiplieront et s'échangeront. Bien heureux les actionnaires si ces administrateurs s'abstiennent de profiter de leur certitude d'être approuvés par l'assemblée générale pour obtenir des avantages personnels en faisant des transactions avec la société ou en partageant les profits d'un contrat qu'ils ont passé.

Non que nous portions ces accusations contre le groupe Van Sweringen ; bien qu'il manque d'homogénéité et que certains de ses éléments n'aient aucune raison valable d'y figurer, il paraît avoir été dans l'ensemble plutôt un bienfait économique. Et la direction semble en avoir fait preuve de scrupules suffisants. Mais nous cherchons à montrer les dangers inhérents au système. Sitôt que l'administration de capitaux de cette importance est aux mains de personnes qui ne possèdent qu'un intérêt minime dans

l'affaire, mais en ont le contrôle sans appel, on se demande quel argument il reste contre une administration par l'Etat, qui, elle au moins, aurait des raisons de tenir compte de l'intérêt public. L'on peut estimer sans danger que les pertes économiques qui, au dire des anti-étatistes, résulteraient de cette exploitation, seraient, à tout prendre, très largement moindres que celles qui résultent de l'exploitation par des individus qui n'ont pas leur propriété personnelle investie dans l'affaire qu'ils administrent, qui ne sont pas aiguillonnés par le risque du renvoi, puisqu'ils sont les maîtres absolus. En tout cas une semblable situation appelle, sinon une exploitation, du moins une stricte réglementation par l'Etat ¹.

Le meilleur moyen de remédier à cet inconvénient, si

1. L'arrivée au pouvoir du Président Roosevelt, l'un de ces gouverneurs qui avaient lutté contre le « Power Trust » et le rôle de conseillers officiels ou officieux joué près de lui par les mêmes spécialistes de l'Université de Columbia qui avaient dénoncé les dangers de ce genre de capitalisme, ont entraîné la rigoureuse réglementation du Banking Act du 16 juin 1933. Pour ses desseins de contrôle le Gouvernement Fédéral s'est servi du Federal Reserve System ainsi que de la nouvelle institution de garanties des dépôts en banque qui y est rattachée. Le projet commence par définir « l'affiliation » à une banque. Pour une holding elle consiste dans le contrôle de droit ou de fait de la banque en question, pour les autres institutions c'est au contraire le fait d'être contrôlé en droit ou en fait par la banque en question. Le contrôle de fait est présumé dès qu'il y a communauté d'administrateurs (interlocking directorates, pour employer les mots des enquêtes sénatoriales). Qu'il s'agisse de banques nationales ou de banques d'états, dès qu'elles font partie du Federal Reserve System, ou bien si elles veulent profiter de l'assurance-dépôts, elles doivent s'engager à fournir aux agents du Gouvernement Fédéral tous renseignements qu'il jugera bon d'exiger, et à laisser inspecter leurs affaires personnelles et celles de leurs « affiliés » (Sec. 5 et 28). Les holdings affiliées ne peuvent prendre part au vote dans des assemblées de la Banque Fédérale de Réserve qu'avec l'autorisation toujours révocable du Federal Reserve Board, qui n'est accordée qu'à des conditions rigoureuses, qui reviennent à soumettre ces holdings au contrôle continu des pouvoirs publics (Sec. 19). Pour éviter que les mêmes intérêts dominent tous un système, si deux ou plusieurs banques d'un même district fédéral sont affiliées entre elles, une seule de ces banques aura voix à l'élection des dirigeants de la Banque Fédérale (Sec. 4). Des incompatibilités nombreuses et pénalement sanctionnées sont édictées contre les fonctionnaires du Système Fédéral (Sec. 6). D'autres dispositions visent à empêcher la confusion entre les banques de dépôts et les distributeurs de titres.

Le Federal Reserve Board est érigé en véritable tribunal d'enquête sur les actes de gestion des administrateurs de banques, il peut prononcer la

l'on désire toutefois conserver les investment trusts, et si l'on considère qu'ils ont un rôle à jouer dans notre système économique, consiste à introduire simplement une disposition légale interdisant des relations de contrôle entre sociétés de placements, interdisant même, pour plus de sûreté, à toute société de placements de mettre en portefeuille des titres avec droit de vote d'une autre société du même ordre, ainsi qu'une clause limitant la proportion de capital sans droit de vote normal (obligations, actions de préférence, actions ordinaires à droit de vote restreint) dans le capital total de l'investment trust.

révocation de ceux-ci, et des sanctions pénales assez graves (amendes et prison) menacent les délinquants (Sec.30).

En pratique la réglementation atteint toutes les banques de dépôts, puisque les dernières informations reçues de Washington indiquent que 97 % des dépôts sont couverts par l'assurance légale. Elle ne touche pas de façon directe les systèmes qui dépendent des « investment houses », les plus dangereux au point de vue social. Toutefois, étant donné que ces maisons sont elles-mêmes souvent liées à des banques contrôlées, le gouvernement peut avoir par ce biais une certaine prise sur ce qu'il ne peut atteindre directement. Et du reste les prérogatives de l'Interstate Commerce Commission et de la Federal Trade Commission, entre les mains d'une administration déterminée à s'en servir, sont suffisantes pour permettre le contrôle des holdings, quelles qu'elles soient, dès que leur activité déborde la cadre d'un seul Etat de l'Union.

CHAPITRE III

CLASSIFICATION DES DIFFÉRENTES FORMES DE TRUSTS DANS L'EXPÉRIENCE AMÉRICAINE

CLASSIFICATION DES INVESTMENT TRUSTS ¹

Investment Trusts

Type contractuel		Type statutaire	
Fixes séries d'unités	Semi-fixes séries d'unités	enregistrées sous forme de sociétés anonymes par actions	de droit commun ou Massachusetts trusts

Fonds Uniformes des Trust Cies

à forme
contractuelle

à forme de
sociétés par actions

1. L.R. Robinson, *Cours à l'Université Columbia*.

L'investment trust en Grande-Bretagne, n'avait revêtu qu'un seul aspect. Au contraire, aux Etats-Unis, il se présente sous plusieurs formes d'origines diverses et apparues à des époques différentes. Jusqu'en mars 1930, on peut dire que la classification comportait deux genres divisés eux-mêmes en espèces, le type statutaire impliquant l'existence d'une société intermédiaire, le type contractuel pour lequel cette société n'existe pas et où les titres en portefeuille sont réellement la propriété directe des participants au trust. Le premier genre comprend deux espèces principales, les trusts de droit commun, plus connus sous le nom de trusts de l'Etat de Massachusetts, utilisant les lois gouvernant la constitution des trust funds, en voie de disparition pour des raisons de technique légale, et d'autre part les sociétés anonymes par actions, enregistrées conformément aux lois qui régissent ce genre de sociétés, lois variables suivant les différents Etats ; cette dernière espèce forme à elle seule la majeure partie de tout le mouvement, en nombre et en capital. L'autre genre se divise en trusts fixes et semi-fixes, selon que le contrat réserve ou non la possibilité de modifier la liste des valeurs en portefeuille. Depuis quelques mois, entre les deux genres est venu s'en placer un troisième, les trusts uniformes, qui participent des trusts contractuels en ce que la propriété du portefeuille appartient en général directement aux actionnaires, et du trust statutaire par l'absolue liberté de la gestion.

Il ne convient pas de s'appesantir excessivement sur les Massachusetts trusts. D'abord ils sont une forme essentiellement locale, sortie de l'opportunité présentée par la loi de l'Etat de Massachusetts, de plus leur rôle est identique à celui des trusts à forme de société anonyme. Ils constituent une personnalité juridique interposée entre la

propriété des titres en portefeuille et les participants au trust, c'est-à-dire que ceux-ci reçoivent d'autres titres représentant une part dans le trust en tant que société et non point directement dans le portefeuille du trust.

Les titres en portefeuille, et c'est ici qu'intervient proprement le droit commun, sont placés en la garde d'un trustee (fidéi-commissaire) par un contrat qui prévoit le dédommagement de celui-ci pour ses peines et les moyens d'obtenir la délivrance des titres en sa garde dans le dessein de modifier les placements du trust. En somme il n'y a entre eux et les trusts sociétés anonymes que des différences de technique légale, entraînant des différences de technique dans la gestion, mais sans inconvénient majeur. Pourtant récemment une incertitude de la loi a conduit un certain nombre de Massachusetts trusts à se transformer en simples sociétés anonymes par actions : on n'est pas assuré que la responsabilité limitée qui s'attache aux « Corporations », ou sociétés anonymes par actions, leur soit également accordée, et la question est importante dans la mesure où ils émettent des actions de préférence ou des obligations¹. La discussion des trusts de gestion revêtant la forme de sociétés anonymes et de leurs résultats doit faire l'objet de chapitres spéciaux, nous n'en parlerons donc pas ici, mais nous nous proposons d'analyser dès maintenant les deux autres genres de trusts.

Les trusts fixes. — A la vérité le trust fixe avait fait son apparition avant la crise de 1929, mais il végétait plutôt qu'il ne se développait. C'est un trust au sens technique américain du terme, car une participation à l'un d'eux prend la forme de certificats authentifiés par une Trust Company et servant

1. Sur les différentes formes juridiques de trusts, Cf De Lander.

de preuve de la possession d'un intérêt fractionnaire dans un bloc de valeurs, une « unité », confiée à la garde de la Trust Company en question. Le principe en est très simple. La société qui décide de former un trust fixe, d'ordinaire une maison de banque, mais parfois aussi une société fondée seulement à cette fin, choisit dans la cote un certain nombre de valeurs et les combine dans des proportions telles que jamais plus de 10 % et jamais moins de 2 % du total des fonds ne soient investis dans une seule affaire. L'ensemble des titres ainsi réunis forme ce qu'on appelle une « unité, » dont le prix est naturellement variable avec les différents trusts et les différentes compositions de leur portefeuille, mais qui généralement coûte de 5.000 à 10.000 dollars. Chaque unité comporte de 20 à 60 titres différents et est regardée comme le type du portefeuille parfait au moment de la fondation du trust. Afin de mettre l'achat de cette unité à la portée des petits épargnants, il faut la diviser en un nombre suffisant de tranches pour que chaque tranche soit d'un prix très bas. Par exemple, les Standard American Trust Shares of Chicago ont constitué une unité de 25 valeurs différentes qui le 1^{er} octobre 1931 valait environ 4.000 dollars. La société vendait cette unité au public par tranches de 1/500, soit un prix de 8 dollars plus les frais pour chaque part, ce qui était alors remarquablement bon marché pour un titre américain.

Ces trusts, avons-nous dit, sont restés stationnaires avant la baisse du marché, puis ils semblent avoir joui d'une faveur considérable. A la fin de 1930 le total des fonds reçus par eux était estimé supérieur à 400 millions de dollars, dont 300 millions leur étaient parvenus depuis la panique de 1929, croissance d'autant plus remarquable que les émissions de titres étaient extrêmement difficiles sur

le marché de New-York durant cette période. Quelles causes à ce développement soudain ? D'abord du côté des banquiers une compréhension très intelligente du public américain et de sa soumission à tout ce qui est publicité. La société qui a formé un trust fixe pratique la vente des parts exactement de la manière dont une firme de produits de beauté vend la dernière crème qu'elle vient de créer. La même campagne de publicité journalistique, la même organisation de représentation à travers tout le pays et même à l'étranger, et s'il n'y a point tant de voyageurs de commerce, c'est tout bonnement parce que le système des correspondants est arrangé depuis longtemps de façon si commode entre les banques qu'on n'a pas besoin d'eux. L'organisation pénètre dans les petites villes et dans les campagnes, et s'appuie sur une publicité fallacieuse que nous aurons à étudier plus en détail. Ce système était inventé et prêt à fonctionner à une époque où les trusts de gestion tombaient en disgrâce, avec d'autant plus de violence que leur faveur avait été plus grande auparavant ; les actions s'en vendaient de 20 % à 60 % meilleur marché que leur valeur réelle. Fortement convaincu de l'excellence du principe de diversification qui sert de fondement aux trusts, le public ne pouvait attribuer la faillite des trusts de gestion à remplir ses espérances qu'à l'incapacité de leur direction. Aussi était-il tout prêt à recevoir avec enthousiasme une formule analogue mais dont la gestion serait bannie, ce qui est précisément le cas du trust fixe.

De fait, le trust fixe semble d'abord avoir tous les avantages du trust de gestion sans en courir les hasards. La liste peut être choisie assez large pour comporter un élément suffisant de diversité ; bien qu'en général elle soit

limitée à des valeurs américaines, suivant en cela l'exemple de maints trusts de gestion, rien n'empêche en principe d'y introduire des titres étrangers ; néanmoins du point de vue de la psychologie américaine, un des gros avantages du trust fixe consiste précisément en la présence dans sa liste de valeurs connues de tout le monde et dont les journaux ne cessent de parler, caractère qui ferait défaut à des valeurs étrangères.

Mais si le trust doit avoir pour principe la diversification et l'absence de tout esprit de spéculation, le trust fixe n'est-il pas le meilleur moyen de combiner ces deux caractères et de supprimer la spéculation en en supprimant la possibilité, car, tant qu'elle demeure autorisée, elle risque d'être une trop forte tentation ? Avec le trust fixe les titres sont mis en la garde d'une banque ou d'une Trust Company aussitôt qu'une unité est émise, et les modifications de l'unité sont totalement interdites ou strictement limitées. Ce qui, en passant, nous permet de marquer la différence entre trusts fixes et trusts semi-fixes. Alors que certains fondateurs ont insisté sur la nécessité de ne permettre aucune modification de l'unité, d'autres au contraire, et de plus en plus à mesure que le mouvement s'est développé, ont considéré qu'il pourrait être bon de se défaire d'un titre dans certaines circonstances exceptionnelles.

La condition généralement fixée est la suppression du dividende sur le titre en question. Dans ce second cas deux politiques peuvent être adoptées : ou l'argent provenant de la vente du titre est distribué entre les participants, ou il est employé à l'achat d'autres valeurs, contenues dans une liste adjointe, dite liste de substitution. Il est évident qu'il n'y a pas de limite certaine entre le trust fixe et le trust de gestion et qu'on passe insensiblement de

l'un à l'autre. Un trust fixe avec de grandes libertés de substitution peut théoriquement être géré tout autant qu'un trust de gestion dont les statuts limitent rigoureusement les pouvoirs de la direction. Pourtant la garantie supplémentaire présentée par tout trust semi-fixe, si larges que puissent être les conditions de substitution, sur tout trust de gestion, si contrôlée qu'en soit la direction, consiste dans les difficultés pratiques et juridiques qui entourent le retrait des titres d'entre les mains du trustee : au fond, à la limite de la liberté, le trust semi-fixe se transformerait en trust de droit commun, mais sans clause spéciale facilitant le retrait des titres.

Les trusts fixes se divisent encore en deux espèces différentes si l'on considère leur politique vis-à-vis de la distribution de certains éléments de leurs rentrées. Il est, et surtout il a été très fréquent dans les sociétés américaines que les dividendes fussent payés sous forme de dividendes-titres et que d'autre part les actions fussent divisées pour être rendues plus légères lorsque le développement de l'affaire en avait excessivement élevé le prix. Deux attitudes sont alors possibles, ou considérer la composition de l'unité comme intangible, vendre les titres supplémentaires ainsi obtenus et en répartir le montant entre les participants en indiquant dans une lettre jointe au chèque-dividende le montant qui doit être regardé comme formant l'intérêt et la partie qui correspond à un remboursement de capital ; libre alors au porteur de racheter un nombre de parts correspondant à ce retour de capital. Ou au contraire, les titres ainsi obtenus peuvent être incorporés à l'unité.

Les plus anciens parmi les trusts fixes avaient en général choisi la première politique, les plus récents adoptent en

général la seconde, en la modifiant toutefois de façon très logique. La division des titres ne correspond nullement une augmentation de la part possédée dans l'affaire qui les divise, avoir 10 actions sur 100.000 ou 100 actions sur 1 million demeure toujours un dix-millième d'intérêt dans une affaire dont le capital n'a pas changé, c'est donc au fond modifier l'unité que de vendre les 90 actions supplémentaires. Mais il n'en est pas de même des dividendes-titres. Dans la mesure où ils correspondent à un profit que la société évite de distribuer de façon à augmenter son capital, les conserver reviendrait à souscrire à une augmentation de capital. Donc, au même titre que les droits de souscription sont toujours vendus, il est logique de vendre les dividendes-titres et d'en répartir le montant comme intérêt, puisqu'il est impraticable de donner à chacun des participants le choix entre capitaliser ou toucher ce revenu, et qu'une règle générale doit être imposée. Cette dernière espèce de trusts fixes s'est choisi le nom de « trust d'accumulation de capital », en opposition aux premiers ou « trusts de distribution maxima ». La seconde formule paraît préférable, car, dans presque tous les cas, une affaire qui divise ses titres est une affaire prospère en plein développement, dont les actions sont en hausse, et qui cherche à les rendre plus maniables et plus abordables au public.

Mais cessons cette digression et revenons aux avantages apparents des trusts fixes. Ils ne sont pas sujets à des fluctuations plus amples que celles de l'unité. Tandis qu'en période de hausse on paye relativement plus cher les actions des trusts de gestion et qu'en période de baisse on n'en tire pas leur valeur réelle, pour les trusts fixes le prix est fixé par la valeur même des titres sous-jacents. Le participant est sûr de pouvoir liquider à ce prix, moins un certain

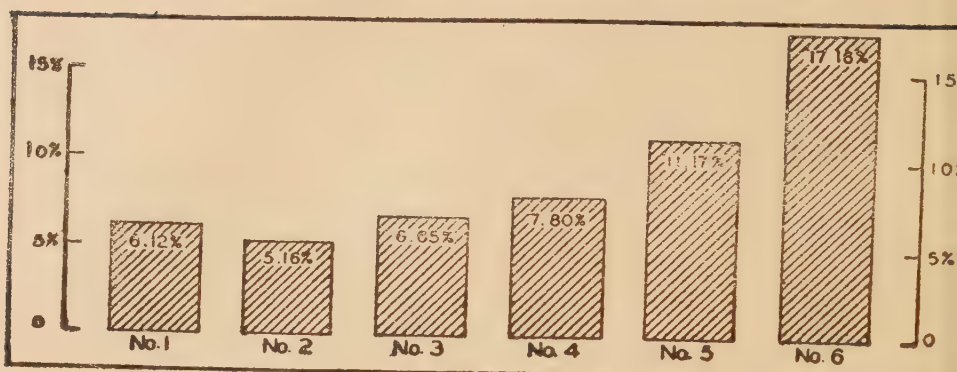
courtage pour la maison émettrice, donc à peu près à aussi bon compte que s'il possédait lui-même les titres composant l'unité.

L'acheteur est tout trouvé, car tous les contrats de trusts fixes comportent la clause de rachat à la valeur courante. En somme le participant est assuré de tous les avantages de la diversification sans avoir, au moins en apparence, aucun risque que la gestion vienne, par ses maladresses, en détruire les bienfaits. Mais l'absence de gestion n'est-elle pas un plus grand désavantage qu'il ne paraît au premier abord ?

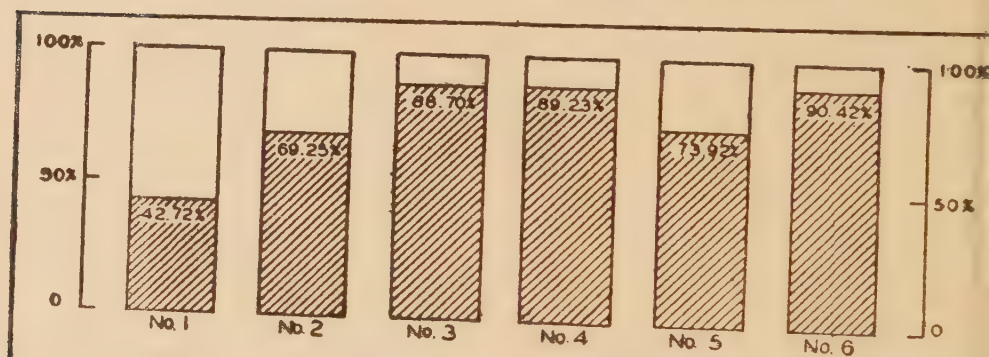
C'est ce qui ressort clairement de la publicité employée par les trusts fixes. Les circulaires qu'ils envoient sont toutes du même ordre. Elles emploient le système de projection rétrograde du portefeuille. L'unité cotée aujourd'hui 5.000 dollars, si elle avait été achetée en 1920, n'en aurait coûté que mille. Les participants se trouveraient donc aujourd'hui en possession d'un capital égal à 500 % de leur mise, sans compter les dividendes substantiels payés dans l'intervalle qui, dans le cas spécial que nous considérons en ce moment, se fussent effectivement montés à 1.000 dollars environ pour 10 ans, soit un intérêt annuel de 10 % en moyenne. Le tableau est bien fait pour frapper l'imagination du public, mais il ne faut pas être grand clerc pour y découvrir un sophisme sous l'excès d'apparente beauté. N'importe quel petit spéculateur serait capable de faire fortune de semblable façon, et c'est spéculer à coup sûr que de spéculer dans le passé.

L'absence de fondements, pour ne pas dire l'honnêteté douteuse, du procédé ne fut d'abord relevée que par les concurrents menacés, mais de manière assez pertinente. L'Insuranshares Corporation en conçut la critique de la

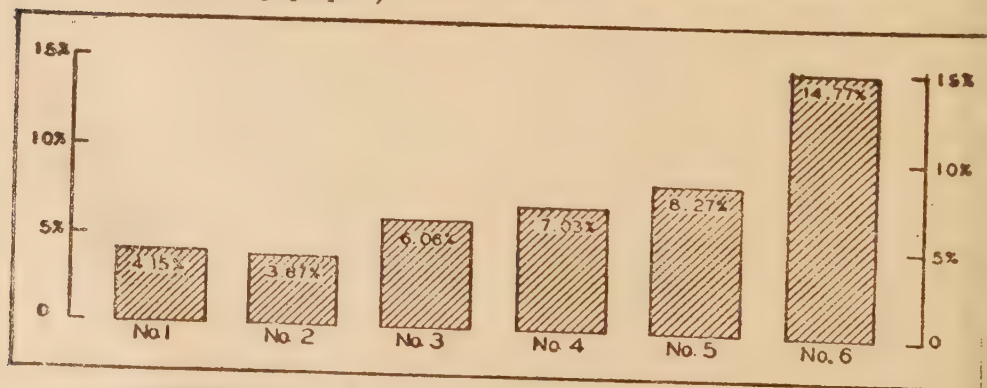
EFFETS DE LA FIXITE DU PORTEFEUILLE D'UN TRUST



Graphique 1. Fonds distribués annuellement en espèces par chaque trust en pourcentage du placement effectué. Ces fonds comprennent les dividendes en espèces, les produits de la vente des droits de souscription, des dividendes-titres, et des actions supplémentaires provenant de la division des titres du portefeuille, ainsi que le produit des ventes de titres à la suite de la suppression du dividende.



Graphique 2. Le rectangle total représente le capital investi. La partie hachurée représente sa valeur au 31 décembre 1929. La partie en blanc représente la perte encourue (dont une partie a été l'objet de versements rapportés au graphique 1).



Graphique 3. Taux du revenu net après emploi d'une partie des fonds distribués à la reconstitution du capital.

façon suivante. Un trust fixe est supposé se constituer au 31 décembre 1905, et tout les cinq ans on en constitue un nouveau, jusqu'en 1925. On se propose de savoir ce qu'ils auront rendu au 31 décembre 1929.

A chaque époque le trust est constitué selon les principes mis en œuvre par les trusts fixes actuels pour la constitution de leur portefeuille. Chaque affaire dont les titres sont choisis doit avoir passé par une suite d'exercices fructueux, et avoir payé des dividendes de façon ininterrompue pendant une longue période, elle doit avoir été l'objet d'une croissance continue en importance et en profits, elle doit posséder un avenir excellent en fonction des données économiques de l'époque, ne présenter aucun signe de faiblesse dans ses rapports, jouir d'un standing de premier ordre, et enfin les titres en doivent avoir été activement traités sur le marché, le total des échanges dans l'année courante devant avoir atteint le million d'actions. Une clause de vente après suppression du dividende est prévue. Le résultat de l'étude donne des conclusions bien différentes de celles obtenues en projetant dans le passé le portefeuille actuel des trusts fixes¹. La méthode de gestion automatique a invariablement un effet désastreux et d'autant plus marqué que la durée du trust est prolongée davantage. Les titres de la liste changent toujours suffisamment dans l'intervalle de création de 2 trusts, c'est-à-dire en 5 ans, pour qu'il n'y ait pas deux portefeuilles identiques. En tout 53 valeurs entrent dans les 6 trusts, 4 seulement ont maintenu leur rang assez longtemps pour apparaître dans tous, 21 ont dû être vendues après suppression de dividende.

Parmi les 45 valeurs entrant dans les cinq premières

1. Voir les graphiques ci-contre.

listes, 14 ont été éliminées pour insuffisance de gains, bien que strictement elles n'eussent pu être vendues, le dividende n'ayant pas été passé. Dans le portefeuille constitué en 1925, 5 titres sont inclus qui ne le seraient plus dans un trust constitué en 1930. Le meilleur exemple du changement imprévisible qui peut se produire dans une affaire est le Manhattan Railway Elevated. En 1900 il possédait tout le système de transports en commun de New-York et des faubourgs. Il avait payé des dividendes constamment accrus pendant 17 années sans interruption. Ses chances de développement avec la croissance continue de l'agglomération New-Yorkaise en faisaient une des valeurs les plus actives de la cote. Il se laissa concurrencer, puis supplanter, les bénéfices décrochèrent annuellement, mais le dividende ne fut passé entièrement qu'en 1922, date à laquelle les titres furent vendus au cours de \$ 50 alors qu'ils avaient coûté 116 en 1900. Et ce n'est pas le seul exemple de cet ordre. L'American Woolen Company est dans une position semblable. Les conditions économiques sont trop mobiles pour qu'on puisse être assuré de la longue survie d'une affaire. En déduisant du montant des dividendes payés la somme nécessaire pour rétablir le capital dans son intégrité au 31 décembre 1929, les revenus annuels des trusts étaient les suivants :

trust fondé en	1900	4.1 %
—	— 1905	3.8 %
—	— 1910	6 %
—	— 1915	7 %
—	— 1920	8 %
—	— 1925	14 %

Ce qui peut sembler d'abord assez satisfaisant. Mais le pouvoir d'achat du dollar a diminué entre 1900 et 1929,

ce qui fait que de bénéficiaires les deux premiers trusts sont transformés en déficitaires. En tout cas les résultats sont incomparables à ceux dont la publicité étudiée plus haut se flattait. Le seul qui soit très heureux est le dernier, mais n'est-ce pas uniquement parce que le temps n'a point encore pu faire sentir son action ? Car, à lui donner la durée moyenne des trusts fixes, il est constitué pour 25 ans de plus. En tout cas le résultat n'en est pas supérieur, loin de là, à l'ensemble du marché. Au 31 décembre 1929, l'indice des titres était à 110, la base étant 100 au 1^{er} janvier 1926¹. Les valeurs avaient payé 5 % de dividende au moins en moyenne sur leur prix de 1926, c'est-à-dire que le trust fixe pour faire aussi bien que le reste du marché devrait avoir gagné 25 %, or il n'a gagné que 14 %.

Toutes les études faites depuis avec plus d'impartialité ont donné des résultats analogues. Standard Statistics, dans un rapport annuel sur les trusts en a fourni une. Une autre, plus proche de nous, fut faite récemment par le London Economist, à la suite de la tentative des trusts fixes américains de pénétrer sur le marché anglais. Le portefeuille considéré dans cette dernière contenait 30 titres de premier ordre en 1912, les meilleurs payeurs de dividendes de tout le marché anglais, le rapport moyen annuel s'est élevé à 3, 5 % et la dépréciation du capital se montait en mars 1931 à 57 %. Il convient de remarquer que ces critiques sont injustes dans un certain sens, car l'époque considérée fut particulièrement féconde en catastrophes mondiales et en inventions nouvelles. Mais qui peut garantir qu'il n'en sera plus ainsi et n'est-ce pas la meilleure critique de l'absence de gestion qu'une telle défense ?

1. Indice du N.Y. Stock Exchange.

Le danger de ce genre de publicité n'a du reste pas échappé au Stock Exchange. Son pouvoir de réglementation est restreint puisqu'il ne s'applique qu'aux valeurs cotées officiellement et aux membres du Stock Exchange. Or il n'y avait en 1931 aucun trust fixe coté sur le marché de New-York. Mais, en période de marasme boursier, il n'est pas étonnant que les firmes de courtage aient cherché soit à fonder des trusts fixes, soit à entrer dans le système de distribution d'un trust fixe existant. C'est par ce biais que le Stock Exchange s'est efforcé d'imposer ses principes. Le 7 mai 1931 il a publié une circulaire énonçant une série de conditions sine qua non à remplir par les trusts pour que les membres du Stock Exchange puissent entrer en affaires avec eux.

Entre autres « aucune affirmation ni aucun calcul ne doit être inclus dans la publicité, qui tende à exposer les résultats, (soit en ce qui concerne la valeur en capital soit, en ce qui concerne le rendement) qui eussent été obtenus si le placement avait été fait dans la liste adoptée à une époque quelconque antérieure à la création du trust. » La publication de cette exigence a suffi pour arrêter net l'intention professée par certains trusts fixes, au début de 1930, de demander l'inscription à la cote, tant la formule de publicité leur paraissait indispensable à leur succès. Ils trompaient donc consciemment le public¹.

La raison de cette constance du trust fixe dans l'insuccès est en effet évidente. Il se trouve dans l'impossibilité de jamais réaliser le profit acquis sur une valeur en portefeuille de façon à se reporter sur une autre valeur plus récente ou dont les chances de hausse sont plus grandes désormais. Mais il est contraint de réaliser une perte qui

1. Depuis lors certains ont fait leur soumission.

peut être importante, en cas de suppression de dividendes. Cette seule considération détruit l'équilibre entre les chances de gain et de perte, qui provient de la diversification. Mais, bien plus, il se peut que, par ses dimensions mêmes, le trust en vienne à transformer ces conditions désavantageuses en un désastre. L'unité du North American Trust Shares vaut 15.000 dollars, la société se flatte d'avoir dépassé les 150 millions, il y a donc, entre les mains du trustee, les titres correspondant à 10.000 unités. Chaque valeur est représentée dans l'unité, à 4 exemplaires. Il y a en la garde du trustee pour ce seul trust 40.000 titres de chaque affaire. Les grands leaders du marché entrent dans les listes de tous les trusts fixes. On n'est donc pas susceptible d'exagérer en disant que plus de 100.000 actions de certaines affaires sont en la possession de l'ensemble des trusts fixes. Qu'on se figure l'effet produit sur un marché déjà déprimé par l'annonce que le dividende est passé, lorsque, au su de tout le monde, se produit la vente forcée de 100.000 actions dans le délai imparti de 100 jours.

La table publiée au chapitre V, p. 108, tente de rendre ce raisonnement plus frappant. Par une série d'hypothèses nous nous sommes efforcé de déterminer le pourcentage de titres détenu par les trusts fixes dans un certain nombre de grandes affaires américaines et le temps qui serait requis pour les liquider en cas de nécessité, à supposer que le marché fût moyennement actif et que les trusts fussent les seuls vendeurs. Le maximum de titres détenus est de 5, 3 % du total des titres en circulation, pour l'Union Pacific, et il faudrait 12 semaines entières pour les écouler¹. Un effon-

1. Ces calculs sont naturellement sujets à caution, le nombre des trusts considérés étant trop restreint pour qu'on soit assuré de la compensation statistique.

Prix d'une part	\$8.34
Prix de vente	8 3/8

drement des cours serait inévitable, susceptible d'entraîner avec lui toute la cote, de miner le marché pour plusieurs semaines ; les pertes subies par les trusts eux-mêmes seraient le moindre mal.

Il nous reste à considérer la rémunération de la firme qui entreprend de fonder un trust fixe, car, malgré leurs protestations, les financiers qui le font sont préoccupés d'autre chose que de l'intérêt général.

Cette rémunération consiste dans un certain nombre de prélèvements plus ou moins clairement reconnus. On a reproduit ici la feuille de calcul des prix du North American Trust Shares, qui représente à lui seul près du tiers du mouvement. Du reste toutes ces feuilles sont semblables pour les différents trusts, à quelques détails près. La table est claire en elle-même. La première colonne donne le nom des valeurs qui entrent dans la composition de la liste, la deuxième le nombre des titres de chaque affaire, uniformément 4 dans le cas considéré, la troisième fournit le cours du jour, la quatrième le prix du lot des titres, la cinquième indique le courtage, la sixième les accumulations, dont nous parlerons plus loin, la somme contenue dans la septième colonne fournissant le prix total du lot de titres de la valeur en question. Au coût total de l'ensemble des lots est ajouté un certain pourcentage de rétribution, et le prix de l'unité est alors définitivement établi. Mais le pourcentage chargé n'est pas le seul profit. La circulaire jointe à la feuille explique que le cours donné dans la colonne 3 est celui des petites coupures¹. La firme émettrice en général groupe un nombre suffisant d'unités pour jouir du prix, plus avantageux, des grosses coupures, d'où un

1. Moins de 100 actions.

premier profit, minime il est vrai, d'environ 3 à 4 % /₁₀₀, différence entre les deux courtages. La colonne des « accumulations » comporte également quelque obscurité. En stricte rigueur elle doit être comprise de la façon suivante : le trust paye ses coupons à dates fixes ; dès qu'une unité est émise elle a droit au coupon total, mais il y a une marge entre l'encaissement des dividendes par le trust et le paiement des coupons, marge variable selon les dividendes actuellement touchés ; au moment où X achète une unité il se peut que les autres unités possèdent en espèces une somme importante provenant des dividendes encaissés, si l'unité nouvellement émise ne payait pas une somme en espèces égale à celle possédée par les unités antérieures, elle serait injustement avantagée au détriment de celles-ci.

La procédure est absolument correcte. Mais il semble que dans certains cas la firme émettrice y comprenne non seulement les dividendes actuellement encaissés, mais aussi une part proportionnelle des dividendes et intérêts gagnés, sinon payés. Par exemple soit A une valeur payant un dividende annuel de 6 dollars en deux coupons le 30 juin et le 31 décembre. Une unité créée le 30 septembre paierait 1, 50 dollar d'accumulation sur cette valeur. Mais en même temps cette accumulation est payée dans le prix d'achat de la valeur. Dans ce cas la société émettrice prélèverait sur le participant un tribut qui peut monter à 2 %.

Un troisième élément entre en jeu. Une réserve de 1.200 dollars ou 8 % environ est versée en espèces pour régulariser les dividendes. Mais cette réserve rapporte en moyenne 5 % par an, soit un prélèvement annuel de 4 pour 1.000 pendant toute la durée du trust. En général il est spécifié que cette somme est employée à dédommager le trustee

de ses peines. Mais que deviennent alors les intérêts des espèces détenues en caisse entre l'encaissement des dividendes et le paiement des coupons ? La plupart des sociétés américaines payent leurs dividendes trimestriellement, les trusts fixes payent semestriellement et certains d'entre eux le 31 mai et le 30 novembre, alors que les dividendes sont en général reçus en décembre et juin. Le système résulte donc en la présence presque continue d'une somme équivalente à 25 % du revenu annuel dans les caisses de la société. Si ce revenu est de 6 % et que les fonds à court terme rapportent 5 %, le rapport est de 0.75 pour 1.000. Ce qui est très largement suffisant pour dédommager le trustee. Le plus souvent le système de retard dans la transmission des dividendes apparaît quand il n'y pas de réserve statutaire, et peut donc être regardé comme un substitut moins franc de celle-ci. Plus avantageux au premier abord, il cesse de l'être si l'on constate que, dans ce dernier cas, la société prétend qu'elle dédommage entièrement le trustee à l'émission et prélève à cet effet un pourcentage plus élevé.

Restent deux éléments dans la « charge » ajoutée au prix brut de l'unité. Un dédommagement pour émission et dépôt des titres, qui se monte à 1,5 % au moins et 3 % au plus, le coût de distribution et le profit avoué de la firme émettrice, variant entre 5 et 7 % quand l'élément précédent n'y est pas inclus, entre 7 et 9 % dans le cas contraire. Nous n'insisterons pas sur la base d'établissement de ce pourcentage, qui tantôt comprend les accumulations, et tantôt ne les comprend pas. Mais un dernier profit est à considérer. Rarement on obtient un chiffre rond comme résultat de tous ces calculs. Les prix des titres sur le marché de New-York varient par 1/8 dollar. La méthode qui balan-

cerait exactement les chances de perte et de gain pour la société est évidemment celle du plus proche huitième. Dans 21 cas sur 31, c'est le huitième supérieur qui est toujours choisi, soit un gain de 6,25 cents sur chaque part de 10 dollars ou 0,62 %, qui viennent s'ajouter aux 7 à 9 % de charges avouées. En étant très modéré on peut estimer que, tout bien calculé, les trusts fixes prélèvent au moins de 10 à 11 % sur la somme qui leur est versée. Ces 10 à 11 %, à intérêts composés pendant la durée du trust ou 30 ans en moyenne, au taux de 6 %, représentent 47, 52 % à répartir entre 30 années par la formule des annuités, soit environ 0,7 % par an. Or le coût de gestion d'un investment trust anglais s'élève à 0,6 % en moyenne, d'un trust américain à 1 %.

Et le tableau n'est nullement noirci, car le chiffre de 11 % prélevé à la création serait en général considéré aux Etats-Unis comme trop bas, certaines études ayant calculé que le prélèvement s'élevait jusqu'à 15 et parfois 18 %. Quel service rendu les trusts fixes peuvent-ils alléguer pour justifier cette exaction ?

Assurément point la sélection de la liste. N'importe quel enfant en ferait autant, puisqu'elle se compose d'une trentaine de valeurs, les plus en vogue sur le marché de New-York. Le risque couru ? en principe, il n'y en a point. Il pourrait être très réel si la firme spéculait par-dessus les souscripteurs, c'est-à-dire jouait à la baisse en attendant pour acheter les titres de l'unité, ou à la hausse en les achetant à l'avance. Mais la première méthode est impossible, car le trustee n'émet les unités que sur présentation des titres de la liste, la seconde exigerait une mise de fonds considérable, en fait ni l'une ni l'autre ne sont pratiquées, les ordres sont transmis chaque jour, dès qu'un certain

nombre d'unités a été réuni. Le client paie sans doute pour la publicité très coûteuse qui accompagne le lancement du trust. On ne peut se rendre un compte exact du coût de distribution, les firmes restant obstinément silencieuses à ce sujet, mais il semble qu'il doive rester à la firme un bénéfice net de 5 à 6 % au moins, profit tiré d'une opération résolue en une heure sans risque ni service rendu. Les trusts fixes apparaissent maintenant moins avantageux qu'au premier abord. Et l'on comprend que ni l'Angleterre ni la France ne se soucient de leur faire une place. Du reste, à la suite de la baisse continue de la bourse en 1931 et 1932 ils ont virtuellement disparu du marché américain lui-même.

Les trusts uniformes. — Cette espèce est la dernière née de l'expérience américaine, elle est le produit du désir des Trusts Companies de concurrencer les investment trusts sur leur propre terrain. L'on sait que l'une des raisons de la conservation des fortunes américaines est l'institution du trust. La fortune du défunt peut par acte testamentaire être placée sous la garde d'une Trust Company, sous la surveillance d'un exécuteur testamentaire.

La seule condition qu'on doit respecter est la limitation du Trust dans le temps à un nombre donné d'années ou à la vie d'une personne. Pendant toute la durée du trust la fortune garde son individualité et est l'objet d'un compte spécial à la Trust Company. Le courtage prélevé par celle-ci est en général de 1 % à la constitution, 1 % à la dissolution, 0, 25 % par trimestre. Mais la possibilité de constituer des trusts est limitée, car la Trust Company n'accepte pas de somme inférieure à 50.000 dollars. Le système n'est donc accessible qu'à une minorité. L'admission d'une infinité

de petits trusts avec la correspondance qu'ils entraînent et les contacts personnels indispensables ne payerait pas la société qui l'entreprendrait. Mais l'investment trust apportait une idée nouvelle parfaitement utilisable par les Trust Companies. Rien ne les empêche d'accepter des sommes inférieures, s'il est possible de fondre ces sommes ensemble et de les administrer comme un seul trust de très larges proportions. Le système fut adopté avec des variantes par plusieurs grandes sociétés américaines, dont les deux plus importantes sont la National City Bank et l'Irving Trust Company.

L'Irving Trust Co a créé deux fonds sur ce principe, dont la différence consiste en ce que l'un distribue des dividendes tandis que l'autre réinvestit immédiatement tous les revenus qu'il encaisse. Ces trusts sont encore hors de la portée des petits épargnants, puisque le certificat de participation est de 10.000 dollars au moins. Le premier caractère spécial du contrat est sa constante révocabilité de la part du constituant du trust. Sur présentation du certificat et dans un délai de 48 heures, le porteur reçoit sa part proportionnelle diminuée de 1 % consenti à la compagnie à la dissolution du trust et de la portion des 0,25 % qui correspond à la partie du trimestre déjà écoulée. La liberté de gestion de la banque est entière, sauf quelques restrictions :

1° Quant au nombre d'actions ordinaires différentes apparaissant à un moment donné dans le portefeuille, nombre limité à 40 pour en permettre l'étude et la surveillance effectives ;

2° Quant à la faculté de réaliser le portefeuille : les valeurs doivent être cotées sur un marché important et traitées activement ;

3° Quant à la diversification, aucun placement ne doit immobiliser plus de 20 % des fonds dans la même industrie ;

4° Quant à l'indépendance de la société dont on achète les titres, 10 % des votes est un maximum ;

5° Quant à l'importance de la société où les fonds sont investis, son capital doit être de 20 millions de dollars au moins ;

6° Quant à la proportion à investir dans une seule affaire qui ne doit pas dépasser 5 % du fonds total.

Dans ces limites la direction est autorisée à effectuer toutes opérations qui lui paraissent bonnes : elle n'est pas obligée de placer en actions ordinaires seulement, mais est libre d'acheter si les circonstances le demandent, des actions de préférence ou des obligations. Les conditions du trust fondé par la National City Bank sont du même ordre, mais le minimum est abaissé à 5.000 dollars.

Le système est utilisable, même dans un pays où la législation fiscale impose la double taxation, car il n'y a pas d'intermédiaire entre le participant et sa part dans le portefeuille, il possède réellement un pourcentage des titres compris dans le fond. De ce point de vue il se trouve exactement dans la même position que le porteur de parts du trust fixe. Il peut également réaliser son capital comme dans le cas du trust fixe, à la valeur exacte du cours en bourse des titres du portefeuille, sans courir le risque des fluctuations exagérées des actions des trusts de gestion, et, pour ces avantages il ne paye que 1 % à la création, 1 % à la dissolution et 1 % par an. Soit en donnant au contrat une durée de trente ans comme pour les trusts fixes, 0,055 % correspondant au 1 % de la création, 0,014 % correspondant au 1 % à la dissolution, ou une moyenne de 1,07 % c'est-à-dire à peine plus que le coût moyen de ges-

tion des trusts américains. Naturellement les droits augmentent si le capital s'accroît par la gestion mais ils diminuent dans le cas contraire, et le contrat est en somme essentiellement honnête.

Le participant profite à ce prix de l'expérience et de l'organisation des plus solides sociétés de banque du pays. Enfin le standing de la banque et le désir qu'elle a de ne pas s'aliéner la faveur de sa clientèle est une garantie de l'honnêteté de la gestion.

L'avantage de ce système, c'est qu'il serait immédiatement applicable dans un pays tel que la France, où les grandes sociétés de crédit possèdent tous les éléments pour l'établir. Leur clientèle est précisément celle à laquelle s'adresse l'investment trust, elles ont sa confiance. Si elles veulent assumer la responsabilité, la voie leur est ouverte sans même qu'il soit probablement besoin de nouvelles dispositions législatives.

CHAPITRE IV

LES TRUSTS DE GESTION

La création, le lancement et l'administration des trusts de gestion posent une série de questions qu'il serait fastidieux d'étudier en détail. Pourtant il n'est pas mauvais d'en prendre au moins une connaissance superficielle. Mais afin de procéder par ordre, supposons que MM. X... et C^o de New-York, N.Y., veuillent fonder un trust de gestion et considérons successivement les problèmes qu'ils ont à résoudre.

D'abord sous quelle loi se placer ? Outre les statuts spéciaux que nous avons examinés dans le chapitre précédent (Trusts de droit commun), ils ont aujourd'hui encore le choix entre les lois des 48 Etats de l'Union, ou un peu moins, car certains Etats les ont mis à l'index ; en tout cas il en reste au moins 40 qui ne demandent qu'à les accueillir. Qu'on n'aille pas se figurer que, parce qu'un trust exerce son activité dans la ville de New-York, de Boston ou de Chicago, il soit par là même contraint de se faire enregistrer dans l'Etat de New-York, celui de Massachusetts ou celui d'Illinois. Le rapport de l'Attorney General de l'Etat de New-York fournit une table montrant les Etats dans lesquels les trusts passés en revue sont domiciliés :

<i>Etat</i>	<i>Nombre de sociétés</i>
New-York	169
New-Jersey	36
Massachusetts	21
Pennsylvania	9
Illinois	9
Maryland	5
California	4
Canada	3
Divers	14
Total	270

Or, si l'on feuillette le répertoire des Investment trusts, on constate aussitôt que les Etats qui n'apparaissent pas dans cette liste sont au contraire des Etats de choix pour faire enregistrer les statuts. Ainsi sur 20 trusts pris au hasard, 12 sont soumis à la loi de l'Etat de Delaware, 6 à celle du Maryland, 1 à celle de New-York et 1 à la loi commune de l'Etat de Connecticut. Les trusts les plus considérables se placent en général sous la loi du Delaware, petit état sans importance industrielle ni commerciale et sans aucune très grande ville, entre la rivière Delaware et la côte de l'Atlantique. D'où vient cette anomalie ? En général c'est, de droit, l'Etat à la loi duquel la Société se subordonne qui est fondé à lever des impôts sur elle. Il s'est donc produit, de la part de certains Etats, une espèce de surenchère, à qui donnerait les plus grandes libertés aux Sociétés anonymes. Comme le New-Mexico s'est spécialisé dans les divorces rapides, d'autres Etats, dont le Delaware, se sont spécialisés dans une doctrine de libéralisme absolu, ou presque, vis-à-vis des sociétés financières, tandis qu'au contraire les grands Etats commerciaux et industriels s'engageaient sur la voie de la réglementation et édictaient des « Blue Sky laws ». New-York, New-Jersey, Pennsylvania, Illinois, Ohio, ont des richesses naturelles suffisantes et une activité économique assez développée

pour n'avoir pas besoin, afin d'équilibrer leur budget, d'offrir des faveurs aux sociétés de finance, tandis qu'une législation coulante est fort profitable aux contribuables du Delaware et autres Etats moins fortunés.

Et pourtant les calculs les mieux établis, en matière juridique au moins, risquent d'avoir des résultats inattendus. Les sociétés formées sous la loi du Maryland ont été depuis la crise victimes d'une clause de cette loi à laquelle, dans la période de prospérité où elles s'étaient fondées, elles n'avaient point prêté d'attention. Cette clause interdit de distribuer aucun dividende, même privilégié, quand le capital de la société n'est pas intact. Or, par suite de la dépréciation de leur portefeuille, bien des sociétés anonymes de placements se trouvent dans ce cas, et il leur faut à tout prix continuer la répartition des dividendes aux actions de préférence, sous peine de voir celles-ci acquérir le droit de vote et le contrôle au moins provisoire de l'affaire ; aussi lisait-on à chaque instant dans le cours de 1931 l'annonce de réductions successives de capital par tous les investment trusts qui tombaient sous le coup de cette clause.

Enfin, dans certains Etats, surtout celui de New-York, la législation actuelle ne semble que provisoire, et chaque rapport de l'Attorney General réclame une réglementation plus rigoureuse des Sociétés de placements. On s'explique dès lors pourquoi, tandis que plus de 60 % des trusts sont domiciliés dans l'Etat de New-York, il n'y en a guère plus de 3 à 4 % qui aient voulu se soumettre aux lois de cet Etat.

Une fois décidé le choix de l'Etat où la société se fera enregistrer, il faut déterminer le montant du capital à émettre. En principe la question ne se pose pas comme pour

une société industrielle ou commerciale, qui se fonde avec un capital restreint et l'augmente au fur et à mesure que son développement l'exige; au contraire il faut ici atteindre d'un seul coup aux dimensions définitives. Si elle réussit, le groupe qui l'a fondée ne la développe pas davantage, simplement il crée une filiale ou une société connexe. Il y a un minimum d'investment trusts dont le capital est inférieur à 1 million de dollars (25 millions de francs). Sur 227 trusts analysés dans le Rapport de l'Attorney Général de l'Etat de New-York la distribution selon l'importance du capital était la suivante :

<i>Actif total</i>		<i>Nombre de sociétés</i>	<i>% du total</i>
au-dessous de	\$ 1.000.000	37	16,3
\$ 1.000.001 à	5.000.000	56	24,6
5.000.001 à	10.000.000	35	15,5
10.000.001 à	20.000.000	46	20,1
20.000.001 à	40.000.000	21	9,25
40.000.001 à	75.000.000	19	8,5
75.000.001 à	100.000.000	3	5,75
100.000.001 à	200.000.000	8	
200.000.001 à	300.000.000	2	
<i>Total</i>		227	100.00

Au-dessus de 40 millions de dollars (1 milliard de francs) le nombre des trusts diminue considérablement. La raison en est probablement plus d'opportunité que de principe. Si fortes que soient les banques américaines, il n'en est pas un grand nombre qui soient sûres de trouver aisément, dans leur clientèle, preneurs pour un tel paquet de titres. Seules les très grosses maisons peuvent se permettre de le tenter, et en effet ce sont bien les banques les plus puissantes de la place de New-York qui ont créé les investment trusts à très gros capital : Goldman Sachs, Lehman Brothers, Seligman and Co (Tri-Continental), Harris Forbes et Co; la seule exception est fournie par le groupe de l'American Founders, mais encore celui-ci est-

il composé d'un grand nombre de trusts moyens, auquel est venu s'en ajouter un très gros lorsque le succès leur avait formé une clientèle assez large pour en absorber le capital. Si l'on tient compte seulement de la gestion du portefeuille, sans se préoccuper du danger économique et social que peuvent constituer ces énormes amas de capitaux entièrement libres entre les mains des administrateurs d'un groupe bancaire, il n'est pas plus malaisé de placer 200.000.000 de dollars que 100.000.000. Néanmoins une étude plus approfondie du mécanisme de l'investment trust semble faire pencher la balance en faveur d'un capital au plus égal à 100.000.000 de dollars.

En effet le principe de l'investment trust et de son utilité éventuelle repose sur la diversification. Diversifier sur 100 valeurs différentes par exemple suppose l'étude approfondie de 1.000 affaires, au bas mot, ce qui exige, tant en employés qu'en consultations financières et juridiques, une dépense annuelle déjà considérable.

Ces frais sont fixes, que le trust ait 500.000 dollars de capital ou qu'il en ait 50.000.000, et ce qui est 1 % pour le premier n'est plus que 0,01 % pour le second. Or un trust ne peut se permettre de grever de charges trop élevées le capital qui lui est remis, 1 % par an n'est pas loin d'être un maximum pour le total des frais de gestion. Donc le trust à capital trop faible sera contraint ou de limiter excessivement la diversification de son portefeuille ou bien d'acheter des titres étudiés insuffisamment et qu'il ne peut suivre avec soin. Dans l'un et l'autre cas le risque est très grand et l'investment trust manque son but : de fait, les trusts de très petites dimensions ont ressenti plus durement la crise et avant les autres. Mais un trop grand capital ne laisse pas d'avoir aussi certains désavantages. Si bien organisée que soit la

gestion il y a une limite pratique à la diversification du portefeuille, et les trusts qui ont au début réparti entre 300 valeurs différentes ou même davantage marquent une très vive tendance à concentrer leur portefeuille. Si cette concentration s'effectue jusqu'aux environs d'une centaine de titres et que le trust ait 100 millions de capital la somme moyenne investie dans une seule valeur est de 1 million, et elle peut atteindre de 5 à 10 millions. Pour peu que le marché soit faible et étroit, le trust aura quelque peine à se défaire des titres, si les conditions économiques et financières le contraignent à le faire. Obligé de vendre trop à la fois, il pèsera sur les cours, se nuisant ainsi à lui-même.

Or, un des principes primordiaux que l'investment trust doit respecter est la mobilité du portefeuille, au moins si l'on en juge par l'expérience anglaise aussi bien que par l'expérience américaine. Par conséquent le Trust à très gros capital est également à rejeter.

Du reste, pour autant qu'on puisse faire des généralités à ce propos, aux U.S.A. les trusts qui ont le mieux réussi sont ceux dont les ressources varient entre 10 et 25 millions de dollars. En général leur portefeuille comprend de 60 à 100 titres différents, soit un placement moyen de 250.000 dollars dans chaque affaire et un placement maximum de 1 à 2 millions environ, ce qui est raisonnable et permet une liquidation assez aisée sans réduire néanmoins le portefeuille à une poussière de placements.

D'ailleurs une diversification entre soixante affaires est amplement suffisante, pour peu qu'elle soit le fruit d'études approfondies. Il y a déjà là possibilité de répartition géographique et économique des placements. Et d'autre part un portefeuille de 60 titres différents est bien plus facile à surveiller qu'un portefeuille de 400 titres. La direction

peut se tenir plus précisément au courant des affaires, au besoin établir des contacts personnels avec leur conseil d'administration et obtenir un résultat d'ensemble meilleur que si le portefeuille était plus dispersé.

Lorsque les dimensions du Trust à créer ont été fixées, il faut que les fondateurs décident sous quelle forme le capital en sera proposé au public. Il y a place naturellement pour trois sortes de titres, des actions ordinaires, des actions de préférence (privilégiées en ce qui concerne le dividende et en ce qui concerne les reprises en cas de liquidation), des obligations. La coutume britannique avait constitué une règle à cet égard, 50 % d'obligations et 50 % d'actions dont 25 % d'actions ordinaires. De façon générale les trusts américains ont émis plus d'actions et moins d'obligations :

Composition du Capital de 148 trusts américains

	1 série d'act. ordin.	2 séries	Total
Actions ordinaires seulement	50	16	66
Actions ordinaires et actions de préférence	42	11	53
} et act. ordinaires	8	—	8
Obligations } et act. ordinaires et de préférence	18	3	21
<i>Total</i>	118	30	148

Près de la moitié des trusts n'ont que des actions ordinaires, à peine 20 % ont émis des obligations, mais 1/3 seulement ont un capital parfaitement homogène. Car même sans émission de titres à revenu privilégié ou fixe il y a place pour de la variété dans les seules actions ordinaires. On émet des actions A et des actions B. Nous connaissons bien le système en France, il fut fort à la mode et fit beaucoup parler de lui il y a quelques années. Les grands hommes d'affaires français, émus par les achats de titres

pour compte étranger voulurent s'assurer que leur pays ne perdrait jamais le contrôle d'industries bien françaises et ils firent voter par leurs assemblées générales, après des discours patriotiques fort applaudis, de minimes augmentations de capital dont le seul but était d'émettre des actions à vote plural réservées aux seuls Français : la France gardait le contrôle de ses propres affaires et leur patriotisme n'avait pas de reproches à se faire. Subsidiairement au lieu d'être obligés d'avoir en portefeuille 30 à 40 % des titres de la société afin de la contrôler, les dirigeants de l'affaire n'avaient plus guère besoin que de 5 à 10 %.

C'est dans un dessein du même ordre qu'il faut chercher la raison des différences entre les trusts britanniques et les trusts américains, en ce qui concerne la constitution de leur capital.

Lorsque les trusts anglais se sont créés, entre 1880 et 1890, le taux de l'argent était très bas sur le marché de Londres et très élevé dans les pays neufs. On pouvait émettre obligations et actions de préférence à 3 % en moyenne et obtenir 6 % au moins sur les placements à l'étranger. La différence de 3 % venait accroître le revenu des actions ordinaires ou permettre la constitution de réserves qui faisaient boule de neige, véritables volants de régularisation des dividendes. Un trust de 100 millions répartis dans les proportions indiquées pouvait verser 6 % net à ses actions ordinaires et inscrire à ses réserves, bon an mal an, 2 millions au bas mot. Avec certaines restrictions, que nous examinerons plus tard, c'était donc une politique de prévoyance et de prudence qui imposait une telle composition du capital. Mais les circonstances dans lesquelles se sont fondés les trusts américains ne sont plus du tout les mêmes : entre 1926 et 1929

l'argent est cher aussi bien à New-York qu'ailleurs, aucune marge de profit n'existe entre le rapport moyen du portefeuille et ce qu'on est obligé de promettre pour trouver des souscripteurs à des valeurs à revenu fixe ; s'il y a une différence, elle est plutôt dans le sens défavorable.

Dès lors la multiplicité des sortes de titres émis par les investment trusts ne peut plus correspondre qu'au désir de contrôler avec le moins de capitaux possible des affaires aussi vastes que possible, quitte à rattraper en spéculant ce qu'on est obligé de promettre aux obligataires et actionnaires privilégiés. La table suivante donne le rapport en pourcentage du capital actions ordinaires au capital total pour 51 trusts pris parmi ceux ayant des titres privilégiés :

% des actions ordin. sur capital total	Nombre des trusts	Observations
8 à 17	3	Intervalle : 8 à 97 %.
18 à 27	4	Moyenne : 48
28 à 37	7	Gain nécessaire (% du capital) pour assurer le service des intérêts privilégiés :
38 à 47	12	
48 à 57	11	
58 à 67	7	$\frac{6 \times 48}{100} + \frac{1*}{100} = 3,9 \%$
68 à 77	3	
78 à 87	1	
88 à 97	3	cas extrême : 6,5 %
		* Frais de gestion.
Total	51	

On obtient des résultats analogues pour les trusts qui ont émis des obligations¹. Comme le trust est contraint de payer à ses titres à revenu fixe ou garanti plus qu'il ne reçoit en moyenne sur les actions ou obligations qu'il a lui-même en portefeuille, il ne peut compter pour rétribuer ses actions ordinaires que sur les profits de bourse. Le chiffre de 4 % du capital total nécessaire en moyenne pour

1. 29 trusts ayant act. ord et oblig. % cap. act. sur cap. total = 60 % en moy. ; 22 trusts ayant oblig. et 2 sortes d'act. % cap. ord. / total = 45 %.

assurer les charges fixes des trusts considérés ci-dessus, est à peu près égal au rapport moyen des titres sur le marché de New-York en 1928 et 1929. Pour satisfaire ses porteurs d'actions ordinaires (et ce sont les seules que gardent en général les promoteurs de l'affaire), le trust est contraint à faire preuve d'une grande activité boursière. Et, au lieu que les bénéfices réalisés sur les mouvements du portefeuille servent, comme en Grande-Bretagne, à consolider la trésorerie par l'accumulation des réserves, ils ne sont plus que le moyen de rétribuer le capital : une des raisons (il en est d'autres, d'ordre fiscal) pour lesquelles les bénéfices sur ventes de titres, au lieu d'être utilisés pour l'amortissement du portefeuille ou pour la constitution de réserves en cas de crise, passaient aux U.S.A. dans le compte de Profits et Pertes et dans les distributions annuelles.

A cette particularité est liée une des caractéristiques du marché des titres d'investment trusts aux Etats-Unis, ce que des publicistes américains ont appelé le « leverage factor », le facteur-levier.

« S'il se produit un accroissement de 10 % de la valeur « nette de l'actif d'un trust de \$ 15 millions qui a 10 millions de capital obligations ou actions de préférence, « \$ 6, 5 millions reviennent aux actions ordinaires en cas « de liquidation, une nouvelle avance de 10 % élève ce « montant à \$ 8,150.000 et ainsi de suite »¹.

Nous aurons l'occasion d'examiner plus en détail dans un autre chapitre l'effet qui s'en est suivi pour les valeurs d'investment trusts. Mais, en tout cas, le résultat immédiat.

1. (Standard Statistics, march 1931 : a Study in investment trusts. En cas de baisse les actions ordinaires varient aussi plus que proportionnellement.

fut de transformer des titres qui, par leurs prétentions mêmes et la classe à laquelle ils voulaient s'adresser, auraient dû être particulièrement stables, en des valeurs spéculatives et même dangereuses. Au point que, en juin 1931, les actions des titres pour lesquels le facteur levier est important étaient tombées si bas qu'il s'est fondé un trust fixe pour en acheter et jouer sur elles à la hausse, comme à une loterie.

Le danger fut du reste encore aggravé par la politique de placement des trusts américains et par le culte de « l'action ordinaire comme placement à long terme ». La sagesse, chèrement acquise d'ailleurs, des trusts britanniques les avait amenés à assurer le service de leurs charges fixes par des revenus du même ordre. Une trust company qui se capitalisait dans les proportions classiques de $1/4$ d'actions ordinaires, $1/4$ d'actions de préférence et $1/2$ d'obligations, achetait dans des proportions identiques les titres qu'elle mettait en portefeuille, et de la sorte le facteur levier, que la composition du capital risquait de créer, était conjuré.

En effet les valeurs fixes se balançaient exactement à l'actif et au passif (souvent même on s'arrangeait pour qu'à cet égard l'actif l'emportât légèrement) et les actions ordinaires du trust subissaient les mêmes fluctuations que la moyenne du marché, sans être exposées, comme les actions des trusts américains, à des oscillations d'une amplitude double ou triple de celles des autres titres. Mais pour que cette politique de prudence soit avantageuse, il faut de toute évidence que le revenu fixe que l'on touche sur une somme donnée soit plus élevé que celui qu'on paye sur la même somme, et si nous avons vu que c'était bien le cas pour les trusts britanniques, nous savons aussi que

ce n'était pas celui des trusts américains. Si l'on voulait rester simplement une entreprise de placement, il n'y avait donc aucun avantage à émettre des actions de préférence ou des obligations, et certains fondateurs l'ont bien compris qui ont posé en principe que le trust devait placer en actions ordinaires, mais en contre-partie ne devait émettre lui-même que des actions ordinaires. De plus, en 1928 et 1929 les revenus ne représentaient que la moindre partie des profits. Sur 16 trusts choisis au hasard, en 1929, les profits sur opérations de bourse fournissaient en moyenne 58,6 % du bénéfice brut de l'année, et, dans un cas extrême, jusqu'à 90 %. Ce dernier exemple est d'ailleurs typique, c'est le Joint Investors Inc., il lui faut gagner plus de 5 % pour assurer ses charges fixes et sa gestion, les revenus, presque tous coupons sur actions ordinaires, ont fourni 2,65 % et les profits de bourse 23,85 %. Il est vrai que fin 1929, en contre-partie, le portefeuille avait déjà subi une dépréciation de 12,5 %¹.

Cette question nous a déjà fait pénétrer dans le problème de la composition du portefeuille des investment trusts. Il n'est, nous venons de le voir, nullement défendu d'être partisan de l'action ordinaire comme placement à long terme, mais alors il faut être conséquent avec soi-même et ne proposer à ses propres souscripteurs que des actions ordinaires également. Dès que le capital de la société est composé de façon différente, cette composition doit se refléter exactement dans celle des placements : les titres privilégiés de la société de placements doivent être entière-

1. Si nous désignons par L le facteur-levier, on peut en somme écrire :

$$L = \frac{\text{capital total}}{\text{capital act. ord.}} \times \frac{\text{portefeuille act. ord.}}{\text{actif total.}}$$

ment couverts en capital et en intérêts par la présence de titres du même ordre dans le portefeuille de la société.

Nous ne prétendons pas examiner en détail toutes les questions relatives à la diversification des placements, dont nous avons déjà du reste touché quelques mots au sujet des dimensions à donner au trust. Nous avons vu que l'expérience montrait qu'une centaine d'affaires différentes était la diversification optima pour que pût s'exercer une surveillance active de tout le portefeuille. Mais la diversification doit avoir lieu non seulement entre affaires différentes, mais aussi entre activités économiques et localisations géographiques également différentes. Nous avons dans un des chapitres précédents pris soin de distinguer les investment trusts des autres sociétés de finance qui, d'ailleurs, représentent les 2/3 du mouvement qu'on a accoutumé de désigner sous le nom d'investment trusts, (\$ 1.826.808.390 sur 2.710.626.036 analysés en 1929 par Grover O'Neill et C^o). Mais, parmi les trusts proprement dits, il faut encore distinguer une espèce particulière, ceux qu'on appelle « investment trusts spécialisés ». Leurs noms suffisent à expliquer ce dont il s'agit, « Société Nationale de placement en actions bancaires », « Titres d'Aéronautique », Société de Placements des magasins à Succursales », « Internationale de Transports »... Chacune de ces sociétés prétend ne prendre position que sur une seule industrie, et diversifier à l'intérieur de cette industrie, compensant le défaut de diversification universelle par une connaissance plus approfondie de l'activité économique à quoi elle participe. Programme qui pourrait être excellent, mais pas dans une période d'instabilité semblable à celle que nous traversons en ce moment, car d'aucune industrie, si prospère soit-elle, on ne peut prédire l'avenir, (qu'on pense au

caoutchouc et aux automobiles par exemple). La folie collective des producteurs peut gâter le marché en une année. Et l'espèce d'équilibre qui s'établit entre les progrès de certaines industries et le recul de certaines autres, équilibre qui fait la stabilité relative d'un portefeuille bien diversifié, ne se produit plus dans le cas d'un portefeuille spécialisé. Du reste l'expérience a vérifié ces conclusions et, à la fin de 1929, les trusts spécialisés étaient dans l'ensemble ceux qui s'étaient de beaucoup le plus mal comportés pendant la crise (Cf. Chapitre VI). Il semble donc bien que la spécialisation du portefeuille soit à écarter et qu'il faille maintenir au moins une certaine diversification entre différentes industries. Mais dans quelle mesure faut-il diversifier ? Une fois le principe admis, l'application en dépend évidemment de la gestion et on doit, dans une très large mesure, la laisser libre de ses mouvements. Pourtant la clause que l'on rencontre dans certains statuts et qui limite à 10 ou 15 % de l'actif total la somme qui peut être investie dans une seule industrie paraît excellente. Elle laisse la possibilité à la direction de s'intéresser largement à deux ou trois industries qui lui seraient particulièrement connues et où ses relations peuvent être avantageuses pour le trust, tout en maintenant la nécessité de participations dans d'autres industries, de sorte que les risques en sont diminués.

Un autre aspect de la diversification, c'est son aspect géographique. Elle peut être très importante en temps de dépression. La crise actuelle, tout universelle qu'elle est, n'a pas une égale intensité dans tous les pays du monde, et surtout ne s'est pas établie partout en même temps. Elle a gagné de proche en proche, et même, en ce qui concerne la baisse en bourse, la chute du marché de Paris a été

longtemps moins marquée que celle du marché de New-York. Dès lors, un trust qui a des placements répartis un peu partout a des chances de mieux pouvoir résister à une crise, et, s'il est surpris sur le marché où le krach débute, il peut avoir néanmoins le temps de se dégager ailleurs. De plus, il faut, même aujourd'hui, tenir compte de la possibilité de troubles politiques ou sociaux, et l'on doit se souvenir qu'il ne fut guère avantageux à la France d'avoir 1/3 de ses placements étrangers dans la seule Russie. Il faudrait donc non seulement diversifier, mais aussi limiter le pourcentage à investir dans une seule contrée, ainsi qu'on le fait pour la diversification économique elle-même. Du reste quelques trusts américains ont inséré dans leurs statuts une clause de cet ordre, du moins en ce qui concerne les placements à l'étranger.

Supposons donc que notre trust ait décidé de diviser son portefeuille entre 60 titres au minimum et 80 au maximum, et qu'il se soit donné comme limite maxima de ses placements dans une seule industrie et dans une seule contrée 10 % de ses ressources totales. Reste à établir les principes de la gestion et par qui elle sera assurée. D'abord on a le choix entre l'administration directe et la location des services d'une firme spécialisée. Les contrats liant les trusts et une firme de gestion peuvent varier à l'infini, depuis le forfait jusqu'à la participation proportionnelle aux profits, avec, dans quelques cas, la participation aux seuls super-bénéfices. Une forme intermédiaire comporte la gestion directe par les administrateurs du trust, mais avec utilisation des renseignements et des études fournis par la maison qui a fondé le trust, tels à leurs débuts les trusts affiliés aux banques d'affaires, et telles encore les sociétés qui dépendent d'un trust-polypier, par exemple le groupe

de l'American Founders, qui comporte une dizaine de sociétés différentes dont chacune a son autonomie, en principe au moins, mais dont toutes dépendent du service d'études économiques de l'American Founders. Il faut ensuite déterminer à qui incomberont les décisions au sujet de la gestion. Comme dans toutes les sociétés anonymes, et plus encore peut-être que dans d'autres branches et dans d'autres pays, il peut y avoir opposition de point de vue entre le conseil d'administration et les grands directeurs de l'affaire. Question d'autant plus sérieuse que les investment trusts américains se sont assuré, à titre de publicité sans aucun doute, le concours d'un certain nombre d'économistes réputés, qu'ils ont tirés, à prix d'or, des grandes universités. La confiance du public est largement fondée (à tort ou à raison) sur leur présence et il importe de savoir qui d'eux ou des banquiers qui patronnent l'affaire a le plus de poids dans la décision. Aux U.S.A. la tendance de l'évolution est certainement vers une prépondérance des directeurs sur les membres du conseil, et nous avons vu que c'est un principe excellent, dans le cas surtout où le trust est affilié à une banque d'affaires et a pour administrateurs les mêmes financiers que la banque elle-même.

Il serait trop long d'étudier ici la manière précise dont doit être conçue l'organisation technique du trust. D'abord celle des différents services et surtout celle du service d'études économiques et financières. L'investment trust doit-il se contenter de s'abonner aux services d'études de grandes entreprises comme Standard Statistics et Moody's et leur demander de faire les recherches spéciales dont il se trouve avoir besoin, doit-il au contraire ne faire fonds que sur soi-même, ou bien encore doit-il, s'il le peut, diviser le travail entre ces firmes et ses propres services, complétant celles-là par ceux-ci ? Cette dernière solution est la plus

généralement adoptée. Puis, dans quelle mesure le trust doit-il changer son portefeuille ? Quel doit être le coût de la gestion ? Dans les trusts britanniques elle revient à 0,6 % du capital en moyenne par année, aux U.S.A. elle est en général plus chère, elle oscille autour de 1 %. La raison doit en être d'abord cherchée dans la moindre parcimonie des trusts américains (en Grande-Bretagne même, les trusts écossais sont naturellement ceux dont la gestion est la moins chère) et surtout dans le plus grand nombre d'opérations de bourse qu'ils font, opérations qui entraînent une série de faux frais qui ne peuvent pas toujours être défalqués sur chaque opération. Quant aux problèmes de pure pratique, tels que manipulation et conservation des titres, tenue des livres, etc..., c'est une routine qui n'est pas sans importance et nous renvoyons à ce sujet aux ouvrages qui en traitent aux U.S.A.¹

Il reste enfin à examiner l'usage que font les trusts de la publicité, aussi bien à leur période de lancement que plus tard pour maintenir leur vogue et renseigner les acheteurs éventuels sur la situation de la société. La distribution des titres de trusts de gestion ressemble bien moins à un boniment de camelot que celle des parts de trusts fixes. La méthode de publicité employée est la même que pour les autres sociétés anonymes, entrefilets engageants passés à plusieurs reprises dans les journaux financiers et autres, suivis, si l'affaire en vaut la peine, de deux ou trois grands articles claironnant les noms des fondateurs, faisant valoir le patronage, nommant les banques affiliées, indiquant tous les titres que peut avoir la société à une réussite rapide. Puis la publicité plus discrète aux guichets des banques, de l'employé au client. Lorsqu'un groupe est assez important

1. Surtout Robinson, *Investment trusts organization and management*.

il lui arrive de débaucher un économiste en renom et d'en faire en quelque sorte l'enseigne de la maison. On le promène à travers les U.S.A., il prononce des discours aux Congrès d'économistes et de banquiers, aux banquets des chambres de commerce, aux inaugurations des nouvelles salles dans les Universités. D'habitude un bon tiers au moins du discours est consacré aux bienfaits de l'investment trust, et tous les journaux en donnent le lendemain des extraits développés en prêtant à l'orateur sa qualité de Vice Président de l'X... Investment Company. Le public en général et surtout l'Américain de l'ère de la prospérité était fort sensible à ce genre de propagande. Aujourd'hui il est un peu moins facile de l'appâter.

Mais la publicité peut revêtir une infinité de formes. Nous avons vu à propos des trusts fixes l'étude publiée par Insuranshares Corporation; sous une forme objective apparente, elle n'était faite que pour préparer les dernières lignes de la brochure qui annoncent la constitution sous le patronage d'Insuranshares Corporation d'un trust, mobile exactement à point, et répondant aux promesses des trusts fixes qu'eux-mêmes ne pouvaient tenir. Un grand nombre de revues hebdomadaires ou mensuelles, de publications annuelles ont été lancées par des trusts de gestion ou financées par eux : Barron's Weekly, Investment trust review, Keane's Monthly, sans compter le petit aide-mémoire pour investment trusts publié par Steelman et Birkins et le Keane's en 1200 pages, donnant tous les renseignements utiles sur les trusts et sociétés avoisinantes. Une autre firme, Grover O'Neill et C^o, avait dressé en 1928, 1929 et 1930 une sorte de tableau synoptique des résultats des trusts pour l'année précédente. En 1931 elle n'a rien publié. Enfin, marque du comble de la puissance et preuve que

les trusts se rendent compte de l'importance de la publicité, ils financent des cours dans les Universités ; la plupart des Ecoles de gestion financière et commerciale ont un cours élémentaire et un cours supérieur d'investment trust, généralement professé par un de ces universitaires porte-drapeau dont nous avons parlé tout à l'heure.

Pendant la période du boom les investment trusts se plaisaient à publier mensuellement ou tous les trimestres, dans les journaux, les résultats éclatants de leur gestion : « la valeur du portefeuille de X... Investment Company s'accroît de 20 %, » « Y... Investment trust fait cette année 18 % net »... Mais à cette époque la publication intégrale de la liste des valeurs en portefeuille, bien que plus fréquente qu'en Angleterre, était relativement rare. Depuis lors la publicité des résultats a changé de but. Il ne s'agit plus de racoler de nouveaux porteurs, ou du moins plus autant, mais de rallier et de relever le moral de troupes en débandade. Et, comme la valeur boursière des actions d'investment trusts est en général inférieure à leur valeur de liquidation, la meilleure politique est encore de dire toute la vérité, c'est-à-dire de publier la liste complète du portefeuille de façon que le porteur puisse évaluer lui-même au cours du jour ce qui lui reviendrait en cas de liquidation. Nous aurons à examiner plus en détail à propos de la réglementation éventuelle des trusts en France quels éléments sont nécessaires pour que les porteurs de titres aient une connaissance entière de la marche du trust et de sa comptabilité.

Mais ce bref exposé serait incomplet si l'on n'y posait la question des réserves. Lorsqu'en présence de directeurs de trusts américains on semble mettre en doute la prévoyance de leur politique et la constitution de réserves suffisantes

pour amortir la chute de 1929-1930, ils répondent qu'ils avaient de fort belles réserves pour des sociétés si jeunes, et que les trusts britanniques en avaient proportionnellement beaucoup moins qu'eux. Si l'on veut bien admettre leur point de vue, ils ont raison. Mais ils ont tort si l'on veut comparer les réserves aux profits qu'ils avaient réalisés. S'ils avaient pendant le boom, de 1926 à 1929, appliqué strictement la méthode anglaise et distribué seulement leurs revenus, inscrivant aux réserves tous les profits de bourse, ou s'en servant pour amortir le reste du portefeuille, ils auraient eu en 1930 et 1931 un matelas suffisant pour ne pas risquer une déconfiture immédiate. Mais pour les raisons déjà indiquées, attitude fiscale des autorités fédérales, et nécessité de rétribuer un capital ordinaire alourdi de charges fixes, ils ont inscrit leurs profits de bourse au Compte de Profits et Pertes et ils en ont distribué une bonne partie aux actionnaires, d'où un calfatage un peu léger pour affronter les tempêtes de 1929-1932. C'est ce que nous montrera l'étude des résultats qu'ils ont obtenus.

CHAPITRE V¹

LES INVESTMENT TRUSTS AUX ETATS-UNIS ET LA CRISE DE 1929-1930

En étudiant les résultats de l'expérience américaine, nous n'entendons pas nous limiter à une analyse du succès plus ou moins grand des trusts pris séparément ou même dans leur ensemble. Nous nous proposons de considérer aussi bien leur effet général sur le marché de New-York que les désillusions qu'ils ont pu apporter à leurs participants.

L'étude du développement des investment trusts entre 1920 et 1930 nous a révélé une croissance rapide suivie d'une décroissance verticale non seulement du nombre des trusts fondés annuellement, mais davantage encore du capital total émis par ceux-ci dans le courant d'une année.

Pour avoir une image exacte de leur importance et pouvoir apprécier leur influence, s'ils en eurent, il ne suffit pas de connaître la somme totale prélevée par les investment trusts sur le marché des capitaux ; il faut aussi déterminer la relation entre les émissions d'investment trusts et les émissions totales du marché de New-York.

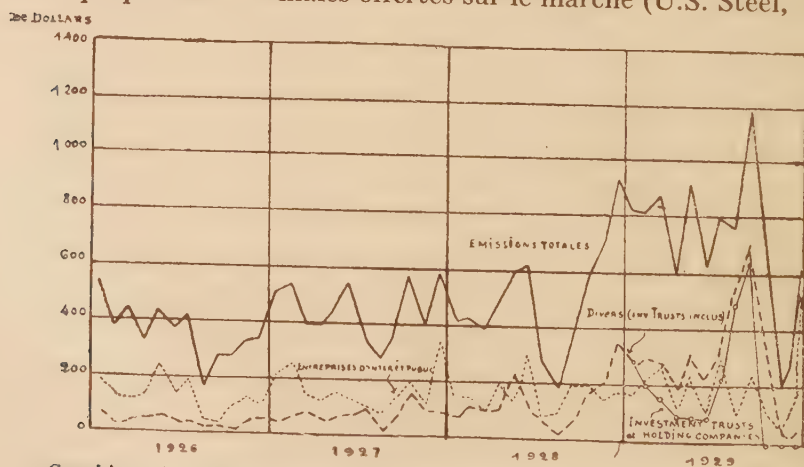
C'est l'objet ici du graphique I (p. 92), qui a été établi par les services économiques du New-York Stock Exchange ; bien qu'il donne des renseignements intéressants, il montre

1. Ce chapitre a déjà paru en article dans la Revue d'Economie Politique de décembre 1931.

simplement que les émissions de titres d'investment trusts et holding companies ont augmenté en même temps que les émissions totales et plus rapidement que celles-ci, mais il ne donne pas encore une idée exacte de la vitesse relative des deux croissances. Pour obtenir ce résultat, il faut exprimer les émissions d'investment trusts en pourcentage des émissions totales. Les chiffres employés à cet effet sont tirés du *Financial and Commercial Chronicle*, hebdomadaire économique du marché de New-York. Du montant des émissions totales ont été déduites les émissions faites par des sociétés en remplacement d'obligations venant à échéance.

Années	Emissions nouvelles	Moins remplacements	Trusts de gestion	Pourcentage	
				3/1	3/2
1925	7.126.023.683	6.175.000.000	15.070.000	0,2	0,25
1926	7.430.274.684	6.480.000.000	71.100.000	1	1,1
1927	9.933.719.033	7.791.000.000	174.906.978	1,75	2,25
1928	9.991.843.818	8.114.500.000	790.670.670	8	9,7
1929	11.592.164.029	10.582.766.000	2.223.730.898	19,3	21
1930	7.676.307.577	7.038.614.819	232.737.079	3	3,3

Le pourcentage de 1930 est légèrement faussé par la présence de très lourdes émissions d'obligations, au delà des proportions normales offertes sur le marché (U.S. Steel,



Graphique 1. — Emissions publiques de titres de sociétés anonymes (capital net) par types d'entreprises (chiffres mensuels).
Commercial and Financial Chronicle (tiré du rapport annuel du N.Y. Stock Exch. 1930).

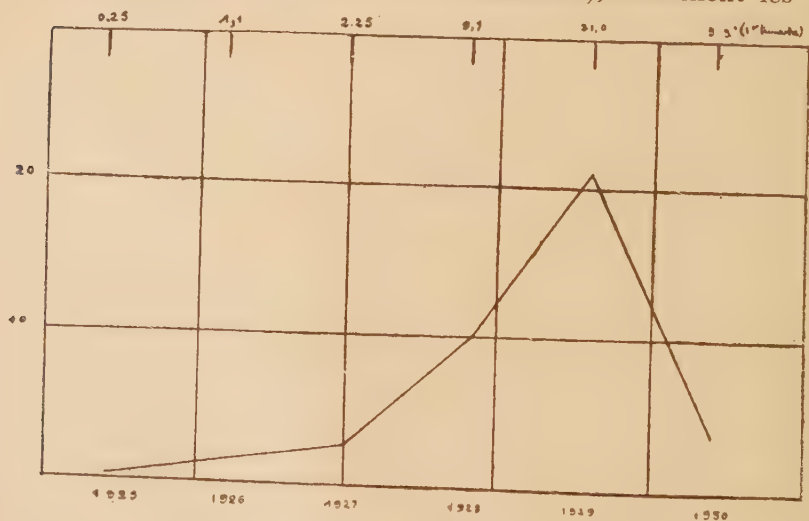
142 millions ; Anaconda Copper, 120 millions ; American T. et T., 220 millions, en sont les plus importantes). Comme le montre le graphique II, la caractéristique du mouvement n'est pas modifiée par ces nouvelles données, mais le total des émissions nouvelles ayant augmenté en même temps que celui des émissions de trusts, le mouvement de ces derniers apparaît moins sensationnel, encore qu'ils passent en moins de cinq ans de l'état d'élément négligeable (0,25 p. 100) à celui de facteur important (21 p.100).

Mais pour les deux années principales, 1928 et 1929, cette étude n'est pas encore suffisante ; le graphique III donne les mouvements mensuels (pointillés) et trimestriels (traits pleins) de ce même pourcentage (col. 3/ col. 2) :

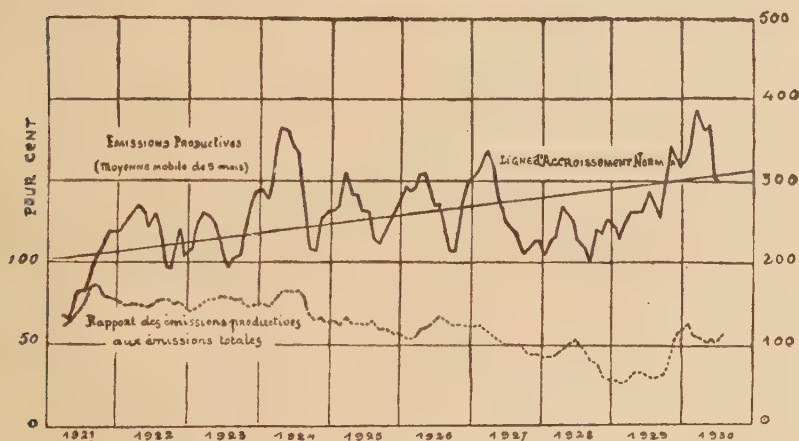
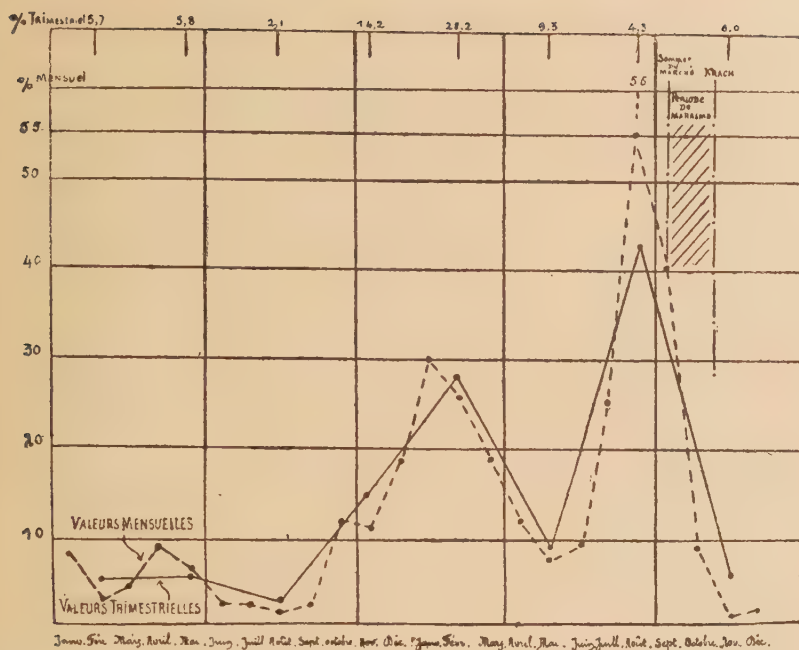
	Mois.	Mensuel	Trimestriel
1928	Janvier.....	8	
	Février.....	3	
	Mars.....	4,1	5,1
	Avril.....	9	
	Mai.....	6,7	
	Juin.....	2,8	5,8
	Juillet.....	2,5	
	Août.....	1,2	
	Septembre.....	2	2,1
	Octobre.....	11,7	
	Novembre.....	11	
	Décembre.....	18,7	14,2
1929	Janvier.....	30	
	Février.....	26	
	Mars.....	19	28,2
	Avril.....	12,2	
	Mai.....	7,5	
	Juin.....	9,5	9,3
	Juillet.....	25	
	Août.....	55	
	Septembre.....	40	43
	Octobre.....	9,4	
	Novembre.....	1,3	
	Décembre.....	1,7	6,0

L'ensemble de ces résultats coïncide avec ceux d'une étude faite par Moody's Investor Service, que nous repro-

duisons dans le graphique IV et la table y jointe. Naturellement, la ligne pointillée décrivant les variations du rapport des émissions productives aux émissions totales donne des oscillations en sens inverse de celles que nous avons constatées pour les trusts, puisque ceux-ci sont un des éléments des émissions non productives. Mais on constate sans peine la similarité des deux graphiques en retournant ce dernier de bas en haut et en observant la courbe en pointillé, l'origine des temps étant à droite, ce qui revient à obtenir le graphique des émissions non productives par rapport aux émissions totales. Les deux graphiques, même étudiés de cette façon, ne sont néanmoins pas identiques, car il entre dans les émissions non productives telles que les conçoit Moody's des éléments autres que les investment trusts ; en effet, « le montant des émissions productives a été déterminé en choisissant, parmi le total des émissions de capital nouveau (moins les réémissions), seulement les



Graphique 11. Emissions annuelles de titres d'investment trusts en p. 100 du total des émissions nouvelles.



Graphique IV. Emissions de nouveau capital productif aux Etats-Unis (tiré de Moody's).

Nous avons déterminé le montant des émissions « productives » en choisissant parmi l'ensemble des émissions « domestiques » de capital nouveau (remplacement déduit) seulement les émissions qui étaient destinées de toute évidence à l'expansion du capital et à l'amélioration de la production. Les émissions de but indéfini ou celles faites en vue d'acquérir du capital mobile ou pour le rachat d'autres sociétés ou pour des placements en titres ont été éliminées. La ligne d'accroissement normal correspond à 4 p. 100 par an.

	Emissions nouvelles 000.000 dollars		Rapport %
	Total	Productives seulement	Productives totales
1926 Moyenne annuelle	619,2	264	60,8
1927 —	827,8	272	53,0
1928 —	832,7	246	44,1
1929 —	966,0	265	34,7
1930 —	639,7	289	57,2
1930 Janvier	824,2	418	58,3
— Février	621,4	236	51,4
— Mars	821,1	421	64,0
— Avril	957,8	238	32,6
— Mai	1.179,6	644	66,1
— Juin	772,8	270	42,9
— Juillet	583,2	281	59,3
— Août	290,5	97	65,5
— Septembre	494,6	216	57,1
— Octobre	459,3	232	80,6
— Novembre	267,5	149	60,1
— Décembre	394,9	264	72,3
1931 Janvier	648,6	223	66,8
— Février	221,5	176	75,9

émissions qui étaient de toute évidence destinées à augmenter le capital fixe ou à améliorer l'affaire. Toutes émissions d'objet incertain, ou faites soit pour augmenter le capital mobile, soit pour l'achat de filiales ou pour le placement en titres, ont été éliminées des calculs ». Le dessein de Moody's, en entreprenant cette étude statistique, était, de montrer que le pouvoir d'achat, représenté par la courbe des émissions productives, a été défavorisé entre 1927 et 1929 au profit des capitaux de pure spéculation, supposés représentés par la différence entre 100 et la courbe ci-dessus mentionnée. De toute évidence, les investment trusts ont joué dans cette rupture d'équilibre un rôle de premier plan. Il suffit de constater par exemple qu'en 1926, d'après la table jointe au graphique, la proportion d'émissions improductives était de 39,2 p. 100, dans laquelle les trusts entraient pour 1, 1 p. 100 et les autres facteurs pour 38,1 p. 100, et qu'en 1929 le pourcentage total s'était élevé

à 65,3 p. 100 dont 21 p. 100 pour les trusts et 44, 3 p. 100 pour les autres facteurs, soit pour ceux-ci une légère augmentation de 5 à 6 p. 100. Par suite, si les allégations de Moody's sont reconnues exactes et si ce graphique indique bien une réduction du pouvoir d'achat, les investment trusts doivent être considérés comme portant une part de responsabilité dans la crise de 1929-1930.

L'accusation fut portée vigoureusement dès novembre 1929, et l'on eut tendance à faire des investment trusts un bouc émissaire. On leur en voulait surtout parce qu'on n'avait pas su prévoir les dangers que l'expérience révélait en eux. Sans doute la coïncidence est impressionnante. Si l'on se reporte au graphique III, les deux lignes pointillées verticales marquent l'une le sommet du marché haussier, au 15 septembre 1929, l'autre la panique de la fin d'octobre. Entre les deux se place une période de marasme très remarquable par le déclin lent et continu des valeurs, sans aucune des réactions techniques qui se produisent toujours sur un marché normal. On ne peut pas ne pas être frappé de la succession des événements, le trimestre juillet-août-septembre marquant la floraison des trusts, l'arrêt de la hausse se produisant dès la fin de ce trimestre, et la panique suivant à cinq semaines de distance.

Le monde financier ne s'était pas préoccupé des investment trusts pour plusieurs raisons. D'abord l'excès d'optimisme qui voilait tous les signes défavorables, puis la conception qu'on se faisait du mécanisme boursier de ce genre de sociétés. Un investment trust se fonde avec un capital de A millions de dollars. Il a pour but d'acheter des titres cotés sur le marché et de les mettre en portefeuille. Il débourse immédiatement les A millions de dollars qu'il a reçus par la souscription de son capital et libère

du même coup un montant égal qui se répartit entre les vendeurs de titres, dans le cas où les titres achetés ne proviennent pas d'une émission nouvelle ; dans le cas contraire, le trust peut être considéré comme ayant souscrit à cette émission au lieu et place de ses propres souscripteurs.

Le tout se résout simplement en un changement de possesseur des titres, sans qu'à ce changement corresponde aucune modification de l'ensemble économique de la nation. Dans ce cas il conviendrait de soustraire le montant des émissions de capital faites par les sociétés de placement de celui des émissions totales, comme ne représentant en réalité qu'une opération de comptabilité. La conclusion n'est inexacte que dans le cas où, par l'attrait qu'il exerce sur le public, l'investment trust tend à accroître le montant de l'épargne relativement au montant des dépenses. On peut dire, il est vrai que si, par l'intermédiaire du trust, les capitaux ainsi déplacés reviennent à des émissions productives telles que nous les avons définies plus haut, ils retournent rapidement à la consommation. Mais même en déduisant le capital des trusts du dénominateur (émissions totales), dans le rapport des émissions productives aux émissions totales, ce rapport exprimé en pourcentage, est encore largement inférieur à celui de 1926, 55 p. 100 environ au lieu de 60 p. 100 et l'on peut supposer que 50 p. 100 des placements effectués par les trusts vont à des émissions improductives. Donc, dans la mesure où les trusts ont stimulé l'épargne à un moment où la production tendait à dépasser la consommation, ils ont contribué à déclencher la crise, retardant pour 50 p. 100 des capitaux ainsi épargnés leur mouvement vers la consommation, le supprimant pour 50 p. 100. Mais y a-t-il un moyen quelconque de déterminer si les trusts ont eu réellement un tel effet ?

Nous supposons *a priori* que le trust, recevant A millions, les place aussitôt et libère cette somme, c'est-à-dire que pour avoir une image exacte des émissions sur le marché de New-York, il faut déduire le montant des émissions faites par les trusts des chiffres que nous avons donnés auparavant. Nous obtenons ainsi les résultats suivants : (en millions de dollars)

Années	Emissions nouvelles — de trusts.	Accroissement
1925	6.160	—
1926	6.409	249
1927	7.617	1.208
1928	7.324	- 293
1929	8.369	1.025

Le mouvement des émissions a donc subi deux poussées importantes : l'une en 1927, de 1.208 millions de dollars ; l'autre en 1929, de 1.205 millions de dollars, séparées par une légère réaction de 293 millions en 1928. La réaction de 1928 s'explique aisément par le ralentissement des affaires pendant le printemps et l'été. L'accroissement de 1927 ne peut être attribué aux investment trusts, qui ne représentent que 177 millions de dollars de capital émis durant l'année entière sur plus de 7 milliards 500 millions. Au premier abord, il semble que le boom de 1929, avec son augmentation de 1.025 millions, n'a rien d'extraordinaire, en fonction de la prospérité inégalée de la première partie de l'année. Il est moins important que celui de 1927, mais on partait de bien plus haut : 7.300 millions au lieu de 6.400 ; il pouvait donc y avoir un léger essoufflement, qui se fût marqué davantage sans les trusts. Et surtout, à partir de novembre 1929, les émissions nouvelles tombent au-dessous de celles de 1928, les mois de novembre et décembre marquant une régression totale de près de 900 millions de

dollars. Pour se faire une idée plus exacte de la croissance des placements en 1929, il faut donc prendre l'augmentation dans les dix premiers mois sur les mois correspondants de 1928, elle se monte à près de 2 milliards de dollars, le total passant de 5.700 millions à près de 7.700. On est naturellement réduit à des hypothèses invérifiables pour expliquer ce résultat. Néanmoins, il ne semble pas que le seul boom des affaires suffise à le justifier ; les indices d'activité générale n'indiquent pas un accroissement considérable, et nombre d'industries ont vu leurs opérations se ralentir dès la fin du printemps. Il paraît donc naturel de chercher d'autres causes à cet accroissement excessif des émissions. Le facteur prédominant est évidemment la vague de spéculation qui submergea l'Amérique et se prolongea sur le marché des titres jusqu'au milieu de septembre, au moins en ce qui concerne les grandes valeurs du marché. Mais rien n'autorise à faire porter aux investment trusts toute la responsabilité de cette situation. Néanmoins, ils peuvent avoir concouru avec d'autres causes, surtout si, comme nous allons essayer de le prouver, ils ont été un élément important dans le mouvement de hausse du marché et s'ils ont favorisé les excès de la spéculation. Et il peut n'être pas superflu de rappeler que, après la crise de 1890, les économistes anglais avaient conclu qu'une des causes en était l'accroissement de l'épargne dû à l'attrait des trusts.

Nous avons jusqu'à présent admis comme hypothèse provisoire que le rôle de l'investment trust se réduisait à une opération de comptabilité, ou que tout l'argent reçu était immédiatement employé. Mais le problème n'est pas aussi simple. Si l'on néglige la question de l'achat de valeurs étrangères sur des places étrangères, qui, en fait, fut de peu d'importance aux Etats-Unis, au moment du boom¹, il

1. La liste des portefeuilles des trusts le prouve amplement.

se pose néanmoins un problème pour la compréhension duquel un court exposé des opérations du marché de New-York est indispensable. Il n'y a pas d'opérations à terme. Toutes les opérations se font au comptant, mais les opérations à terme sont remplacées par les opérations « on margin ». Un acheteur de titres peut payer entièrement ses achats, ou il peut simplement déposer une couverture chez la firme qui exécute ses ordres. Celle-ci, sur la garantie des titres achetés, emprunte sur le marché du « call money » le complément, et l'opération est répétée chaque jour. Le même système est employé pour les ventes à découvert. En somme, avec une technique différente, on obtient le même mouvement de ventes et d'achats spéculatifs que fournit un marché à terme ; la seule différence est que la liquidation a lieu toutes les vingt-quatre heures, au lieu d'une ou deux fois par mois.

Examinons maintenant les différents cas qui ont pu se présenter dans la relation triangulaire du marché de l'argent, du marché des titres et des investment trusts. Représentons par des lettres les divers éléments du problème. Soit A le capital total reçu par les investment trusts. Il comporte deux éléments, un élément d'épargne et un élément de spéculation, le premier correspondant à une souscription des titres sans emprunt, le second à une souscription « on margin ». Supposons que la couverture exigée est de 50 p. 100, ce qui correspond à peu près aux conditions de 1929. Les spéculateurs fournissent b en espèces et empruntent b sur le marché à court terme ; d'autre part, appelons $(a-b)$ le total des actions souscrites par les épargnants. Le capital du trust A est égal à $a-b+2b$, ou $a+b$; la part de ce capital qui provient du marché à court terme est b et celle qui provient de l'épargne est a . En contre-partie, l'investment trust achète a' titres au comptant et place b' en reports, A est égal à $a'+b'$.

En fonction des hypothèses et des notations précédentes on obtient les résultats suivants :

1° La position sur les valeurs d'investment trusts est :

$a-b$ payé comptant ;

2 b acheté « on margin ».

2° la position sur les valeurs du marché autres que celles d'investment trusts est :

a' payé comptant (dans le portefeuille des trusts) ;

$2b'$ « on margin » (dans les mains des emprunteurs de b').

Nous admettons comme une hypothèse, en général confirmée par les faits, que les trusts ne spéculent pas eux-mêmes « on margin ».

La position comptant, sur l'ensemble du marché, dans la mesure où elle est affectée par les investment trusts, devient donc $a-b + a'$ et la position « on margin » $2b + 2b'$. Supposons que, sans émission de titres de la part d'investment trusts, les acheteurs de valeurs de trusts auraient pris sur le marché une position équivalente à celle qu'ils ont prise sur les trusts ; admettons que la banque centrale s'efforce à cette époque de restreindre le crédit, et que b est le maximum disponible sur le marché à court terme au taux actuel d'intérêt. Ceux qui ont emprunté b' grâce à l'intervention des investment trusts n'auraient alors pas trouvé d'argent disponible sur le marché, ils se seraient retirés ou bien auraient acheté au comptant. Admettons cette seconde hypothèse. La position au comptant eût alors été : $(a-b) + b'$ et la position « on margin » $2b$.

L'hypothèse que nous avons admise dans les pages précédentes, où nous avons considéré l'influence des trusts comme se réduisant à une opération de comptabilité,

revenait à écrire $a = a'$, $b = b' = 0$. Mais dès que b' prend une valeur, si minime soit-elle, une conséquence importante découle aussitôt, indépendamment des rapports soutenus par a , a' , b et b' .

L'élément spéculateur du marché se trouve avoir à sa disposition $(b + b')$ dollars sur le marché à court terme, au lieu de b dollars qui eussent été fournis sans l'intervention de l'investment trust. Donc l'offre d'argent relativement à la demande s'est accrue, et le prix de l'argent tend à être moindre qu'il n'eût été autrement, à tout le moins l'argent est moins difficile. La spéculation tend à s'accroître, relativement à ce qu'elle eût été autrement. On peut même concevoir que, si b' prend une valeur élevée, il parvienne à contrebalancer dans une mesure importante les tentatives de restriction de crédit mises en œuvre par les pouvoirs contrôlants. Or il est à peu près certain que l'élément liquide conservé par les trusts pendant l'automne de 1929 a été très considérable. Il n'est pas rare de trouver, après la panique, des rapports d'investment trusts publiés dans la presse spécifiant que ces trusts avaient en septembre et octobre une proportion de 20 à 30 p. 100 de leur capital liquide, ce qui s'explique aisément par le taux de l'argent à court terme.

Le 25 janvier 1930, dans une adresse sur les causes immédiates de la panique, E. H. H. Simmons, président du New-York Stock Exchange, déclara qu'il y avait une somme de 1 milliard de dollars, provenant de maisons qui n'appartiennent pas au système des banques fédérales de réserve, qui avait disparu du marché à court terme aussitôt après la panique ; ce milliard représentait, selon lui, dans sa majeure partie, les fonds gardés liquides par les investment trusts. Cette présomption s'accroît lorsque l'on

considère les résultats constatés par l'Attorney général de l'Etat de New-York dans son rapport. En date du 31 décembre 1929, 227 investment trusts avaient réalisé dans le courant de l'année des bénéfices de plus de 265 millions, soit environ 6 p. 100 de leur capital, et la dépréciation de leurs portefeuilles se montait à 261,7 millions, soit un peu moins de 6 p. 100 également. Or l'ensemble du marché était tombé, depuis septembre, de plus de 35 p. 100 (indice du New-York Stock Exchange). Evidemment, bien des titres en portefeuille avaient été achetés avant les plus hauts cours, mais si l'on tient compte du fait que plus du quart du capital de l'ensemble des investment trusts fut émis entre juillet et septembre, au sommet du marché, il paraît non moins évident que la dépréciation du portefeuille est largement inférieure à ce qu'elle eût été normalement si tous les fonds avaient été employés à l'achat de titres. A tout le moins, cette présomption, ajoutée aux deux autres déjà données, crée-t-elle une probabilité suffisante, relativement au rôle spéculatif joué par les trusts sur le marché.

De plus, si nous considérons le rapport de l'argent disponible, sur le marché total des paiements comptant et de l'argent en reports, à la valeur globale des titres négociés sur le marché, nous obtenons la relation suivante :

Sans investment trusts, il y aurait eu M millions de dollars d'argent pour S millions de dollars de titres ;

A la suite de l'intervention des trusts, il y a $M + A$ millions de dollars pour $S + A$ millions de titres.

Or, il est évident que si un état d'équilibre était atteint pour le rapport $\frac{M}{S}$, la présence de l'élément A, donnant le rapport $\frac{M + A}{S + A}$, tend à détruire cet équilibre. Mais la

fraction $\frac{M}{S}$ est inférieure à 1, donc en ajoutant un même nombre au numérateur et au dénominateur, on augmente la valeur du quotient et le déséquilibre qui est créé est un déséquilibre en faveur de la spéculation. Sans doute il ne faut pas exagérer l'importance de ce facteur, car A, qui est égal à 4 milliards, est petit relativement à la valeur totale des titres cotés sur le marché de New-York, surtout pris à leurs plus hauts cours, environ 90 milliards. Mais elle n'est néanmoins pas négligeable, et il n'est pas sans importance de remarquer que, sous quelque angle qu'on les considère, les investment trusts tendaient à renforcer une spéculation déjà excessive.

Examinons maintenant les différents rapports que peuvent soutenir a , a' , b et b' .

1° $a = a'$ et, par conséquent, $b = b'$. Nous avons déjà vu un cas particulier de cette hypothèse, celui où $b = b' = 0$, qui revient à annuler l'effet des trusts. Supposons que $b = b' \neq 0$. La position au comptant sur les valeurs autres que de trusts est $a' = a$, la même qu'elle eût été autrement, de même la position « on margin » sur ces mêmes valeurs est $2b' = 2b$. Mais la position totale « on margin » est $2b + 2b'$, c'est-à-dire plus considérable qu'en l'absence de trusts, simple application au cas particulier de nos conclusions précédentes.

2° $a > a'$ et par conséquent $b < b'$. La position au comptant sur les valeurs du marché est $a' < a$, elle a donc été diminuée. La position « on margin » sur ces mêmes titres est $2b' > 2b$, donc accrue. Dans ce cas, non seulement la conclusion générale que la position totale « on margin » $2b + 2b'$ est accrue est toujours vraie, mais la position sur les valeurs de la cote elle-même l'est, la spéculation est accentuée, la hausse des titres en vogue, qui en supportent

presque tout le poids, est surtout stimulée. Or, ce semble bien avoir été le cas, et l'on peut voir là une explication plausible du fait que la hausse des leaders du marché se poursuivit jusqu'en septembre, alors que nombre de moindres valeurs donnaient depuis le printemps des signes de faiblesse.

3° $a < a'$ et $b > b'$. Nous n'examinons ce cas, extrêmement improbable étant donné ce qu'on sait du mouvement américain, que pour épuiser le champ des possibilités. La position « on margin » sur les titres de la cote est diminuée. Le cas semble donc en faveur des investment trusts. Mais il cesse de l'être si l'on considère que la petitesse relative de a signifie une lourde position sur les valeurs d'investment trusts elles-mêmes, et une spéculation d'autant plus dangereuse qu'elle porte sur un groupe de valeurs très en vue et qui devraient être essentiellement non spéculatives.

Donc, sous quelque aspect que l'on envisage les trusts, leur effet n'a pu être que d'accroître les possibilités de spéculation en augmentant la somme disponible pour celle-ci et d'augmenter directement la spéculation même, par la création d'une psychose de jeu. Conclusions qui ne sont naturellement valables que dans la mesure où la croissance des investment trusts et leur apparition sur le marché coïncide avec le sommet d'un boom et la rareté de l'argent. Sur un marché saturé d'argent à bas prix et où les valeurs seraient elles-mêmes à vil prix, le trust n'aurait aucun intérêt à placer ses fonds en reports, le taux en étant trop bas, et tout intérêt à acheter des titres, devenant ainsi un facteur de hausse à un moment où la chose est utile. C'est l'aspect qu'on se plaisait à lui reconnaître sur le marché de Londres : achetant en période de baisse, par suite modérant celle-ci et au besoin stimulant la reprise, vendant dès que les valeurs ont dépassé leur prix et modérant la hausse. Après

l'expérience américaine, il ne reste pas grand'chose de cette illusion.

Une autre inquiétude a été exprimée par les spécialistes du marché américain. Elle concerne le rapport du nombre des titres en circulation au nombre possédé par les investment trusts, tant fixes que de gestion, et les risques qui en découlent pour le marché. Il est malheureusement difficile de se rendre compte du total exact pour les trusts de gestion, car ils ne publiaient pas tous en 1929 la liste de leur portefeuille, et il est impossible de le faire pour les trusts fixes, car les moindres d'entre eux, sans doute dans la crainte de paraître trop minimes, refusaient obstinément toutes données sur leur importance. Une publication spécialisée dans les questions d'investment trusts, Barron's Weekly, a établi une liste des principales actions ordinaires possédées par 27 trusts fixes, représentant 211 millions de dollars, ou une moitié du mouvement environ et par 20 trusts de gestion, représentant 481 millions, ou 1/6 du mouvement environ. La liste comporte 117 titres et son but est d'étudier les similarités et les différences entre les portefeuilles des deux sortes de trusts. Mais ce n'est pas sous cet aspect que nous nous proposons de l'envisager. Parmi ces 117 actions, nous en avons choisi 20 qui sont au nombre des leaders du marché. Une hypothèse supplémentaire est nécessaire. Il faut admettre que les trusts considérés dans cette étude ont été rassemblés suffisamment au hasard pour que l'on soit fondé à considérer leur portefeuille global comme typique de l'ensemble de groupe. A cette condition on obtient le total des titres possédés par les trusts fixes en multipliant par 2 le nombre fourni par la liste, et le total des titres possédés par les trusts de gestion en multipliant le nombre de la liste par 6. A ces données, le tableau de la

**Tableau estimant l'importance des placements des trusts fixes et de gestion et sa répercussion possible
sur le marché de New-York**

NOMS DES VALEURS	Nombre de titres détenus par 27 trusts fixes	Nombre de titres détenus par les trusts fixes	Nombre de titres détenus par 20 trusts de gestion	Nombre de titres détenus par tous les trusts de gestion	Nombre de titres en circulation	Pourcentage 2/5	Pourcentage 4/5	Pourcentage 2 + 4/5	Moyenne des titres négociés par semaine	Pourcentage 2/9	Pourcentage 4/9	Nombre de semaines nécessaires à la liquidation des portefeuilles
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
American Can Cy	15.515	31.000	65.400	393.400	15.500.000	0,2	2,4	2,6	212.500	14,6	185	1,99
American Smelting.....	7.236	14.500	22.000	132.000	1.330.000	1	10	11	67.000	21,6	197	2,18
American T et T.	80.221	160.500	71.227	427.000	13.224.000	1,2	3,2	4,4	87.000	184,5	492	6,76
American Tobacco	67.107	134.000	48.200	289.000	2.350.000	5,7	12,3	18	11.000	1.218	2.627	38,45
Atchinson Topeka	69.460	139.000	10.100	60.000	2.416.000	5,3	2,5	7,8	24.000	579	250	8,29
Can. Pacific	56.836	114.000	"	"	3.300.000	3,4	"	3,4	"	"	"	"
Chase Nat. Bk.	2.390	6.000	86.041	516.000	7.900.000	0,1	6,5	6,6	87.000	6,9	593	5,99
Chesapeake Ohio RR	522	1.000	98.900	593.000	7.635.000	0,01	7,8	7,81	38.000	2,6	1.563	15,65
Consol. Gas. N.-Y.	87.729	175.000	116.060	696.000	8.640.000	2	19,6	21,6	205.000	85	827	9,12
Du Pont de Nem.	74.363	149.000	39.267	296.000	10.300.000	1,4	2,8	4,2	"	"	"	"
Gen. Electric.	105.617	212.000	99.700	598.000	29.000.000	0,75	2,05	2,8	334.000	60	178	2,38
Gen. Motors	5.632	11.000	84.800	508.000	43.500.000	0,02	1,17	1,2	500.000	2,2	100	1,02
National Bisc.	84.295	168.000	21.600	130.000	60.000.000	0,28	0,22	0,5	75.000	224	186	4,10
N.-Y. Central R.R.	70.472	141.000	12.800	77.000	4.993.000	2,83	1,6	4,43	67.000	210	115	3,35
Pennsylv. RR.	86.151	172.000	23.873	143.000	12.945.000	1,32	1,1	2,42	97.000	177	147	3,24
St. Oil N.J.	86.188	172.000	29.000	174.000	25.419.000	0,7	0,7	1,4	63.000	231	276	5,49
Union Carbide.....	21.592	53.000	80.540	483.000	8.995.000	0,6	5,35	6	124.000	43	390	4,33
Union Pacific	67.868	136.000	27.435	162.000	2.223.000	6,1	7,3	13,4	10.500	1.200	1.543	27,43
U.S. Steel.....	44.255	88.000	54.900	329.000	8.561.000	1	3,25	4,85	507.500	17,3	65	0,82
Westingh. El.	69.168	138.000	16.500	99.000	2.596.000	5,3	3,8	6,1	174.000	79,3	56,9	1,36

page 108 en ajoute, pour chaque titre, deux autres. D'abord le total des actions composant le capital des affaires considérées, ensuite une moyenne approximative des ventes hebdomadaires sur le marché de New-York, obtenue en tenant compte de trois semaines choisies au hasard dans une période très active, et de trois semaines d'une période de marasme. Le procédé adopté manque évidemment de rigueur, mais la très large erreur possible sur les chiffres représentant le total des titres dans les portefeuilles des trusts ne justifiait pas un excès de scrupule. A l'aide de ces données nous avons calculé :

- A. — 1° le nombre des titres détenus par les trusts fixes en pourcentage du total des titres en circulation ;
2° le nombre de titres détenus par les trusts de gestion, évalué de la même manière ;
3° la somme de 1° et 2° fournissant le pourcentage total immobilisé dans les investment trusts ;
- B. — 1° le quotient du nombre des titres détenus par les trusts fixes par la moyenne des ventes hebdomadaires sur le marché de New-York.
2° le même élément pour les trusts de gestion ;
3° la somme de 1° et 2°.

Ce quotient exprime simplement le nombre de semaines qui seraient nécessaires, dans un marché d'activité moyenne, pour que l'ensemble des trusts pût liquider totalement sa position sur la valeur en question.

Le problème est sérieux surtout en ce qui concerne les trusts fixes. Leurs placements varient de 0,2 à 19,6 p. 100 du capital total des sociétés considérées. Mais, ce qui est plus grave, il leur faudrait dans certains cas douze semaines de ventes constantes pour liquider leur position. Or, ils peuvent être contraints de procéder à cette liquidation au

vu et au su de tout le monde en cas de suppression de dividende sur la valeur en question. D'où un danger aussi sérieux pour le marché que pour eux-mêmes.

Le risque provenant des trusts de gestion est plus problématique. Sans doute leurs portefeuilles ne se liquideraient dans certains cas qu'en vingt-six semaines, mais quelle probabilité y a-t-il pour qu'ils adoptent tous la même attitude ? Assurément cette probabilité est moins faible que dans le cas de millions de petits capitalistes. Mais d'autre part, en cas de panique, les trusts, s'ils sont convenablement gérés et s'ils n'ont pas de positions spéculatives, ne se trouvent pas dans l'obligation de vendre et présentent un élément de stabilité plus important que des millions de porteurs de titres, davantage moutons de Panurge. Si les trusts fonctionnaient de manière idéale, l'importance même de leurs portefeuilles en ferait des volants parfaits pour le marché. Vendant avant que la hausse eût atteint un degré excessif, achetant dès que la baisse eût été suffisante, pratiquant ces opérations sur un marché dont l'activité est relativement grande, leur rôle serait d'arrondir les pointes du marché. Malheureusement, au moins aux Etats-Unis, il n'en fut pas ainsi. Et, si l'on se souvient qu'au congrès de la Société de statistique à Cleveland, à la fin de 1930, un spécialiste, attaché à une importante maison de banque, signala comme une caractéristique des deux paniques de 1929 et de 1930 qu'elles avaient été précédées de cinq semaines d'un marché modérément en baisse, sans aucune des réactions techniques de hausse qui se produisent en moyenne toutes les deux semaines dans un marché normal, on en vient à se demander si des ventes de la part d'investment trusts n'ont pas été à la base de cette particularité. Au lieu de se produire à

une époque où le marché possédait encore assez de vigueur pour les supporter sans fléchir et où elles auraient servi à modérer la hausse, elles se seraient produites sur un marché déjà essoufflé et l'auraient lentement déprimé, créant une inquiétude générale et continue et une nervosité telle que, au premier signe d'une accélération du déclin, le reste des porteurs de titres aurait été juste dans l'état psychologique nécessaire pour céder à une panique. Naturellement, les trusts ne sont pas le seul élément à donner un caractère extraordinaire à la crise, puisque l'ensemble de la spéculation doit entrer en compte. Mais ne peut-on penser qu'ils ne furent pas sans importance ? Il est vrai que le raisonnement se retourne aisément et qu'on peut prétendre qu'agissant de la sorte ils ont réparti sur un long intervalle des ventes qui, sans eux, se seraient ajoutées aux ventes des jours de panique et auraient accentué celles-ci. On ne peut déterminer une mesure cruciale qui décide entre les deux hypothèses. Mais il semble que la psychologie du petit capitaliste favorise la première ; lire tous les matins pendant cinq semaines à son petit déjeuner que ses titres ont baissé la veille est passablement énervant et la résistance est à bout quand vient le coup final, qu'autrement on eût peut-être supporté. En tout cas, il reste que, par leurs importantes positions sur les grandes valeurs du marché, les investment trusts sont conduits à assumer le rôle de leaders, et que la conscience de leur responsabilité devrait leur donner une extrême prudence.

Quant à la question de la raréfaction des titres, elle est sans aucun doute moins pressante. Les investment trusts représentent environ 5 p. 100 de la valeur totale des titres cotés. La moyenne de leurs placements dans les grandes sociétés est de 6 à 7 p. 100 du total des titres en circulation,

et il y a peu de chances pour que cette proportion augmente dans une large mesure. Car les émissions de valeurs de trusts furent exceptionnelles en 1928 et 1929, et, autant qu'on puisse prévoir, elles ne pourront, en admettant même que ce genre de sociétés rentre dans la faveur du public, prendre d'ici longtemps une importance considérable. Le danger envisagé apparaît alors assez lointain, et, en tout cas, dans la mesure où les placements sont publiés, il peut être l'objet d'une surveillance attentive et de mesures appropriées de la part du Stock Exchange. Mais les investment trusts ont introduit sur le marché un élément nouveau aussi susceptible de faire le bien que le mal. Et il convient de ne pas le négliger.

BAISSE DE L'ACTIF (Millier de Dollars)

FACTEUR-LEVIER

Baisse des Actions et Cours de Bourse

SOCIÉTÉS	Actif net Déc. 31 /31 (Ajusté)	Pertes sur les opérations et non réalisées (après div.)	Actif net 31 déc. 1932	Baisse en 1932 °	Baisse en 1931 °	Baisse en 1930 °	Baisse to- tale °	Actif net	Somme requisse pour couvrir le capital privilégié	Actif net libre pour les actions ordinaire	Actions ordinaires émises	Valeur de réalisation d'une action ordinaire	Hypothèse d'un accroiss. de 10 %		Hypothèse d'un accroiss. de 50 %		Actif net par action ordinaire		Baisse	Dernier prix de l'action ordi- naire	Rapport du prix à la valeur d'actif net au 31.12.32
													Val. de réalis. des act. ordin.	% d'aug- men- tation	Val. de réalis. des act. ordin.	% d'aug- men- tation	31 déc. 1931	31 déc. 1932			
Adams Express	dol. 18.868	dol. 2.318	dol. 16.549	% 12,3	% 57,5	% 30,6	% 75,1	en dol. 16.549	en dol. 16.328	en dol. 221	1.714.747	en dol. 0,13	en dol. 1,10	% 746	en dol. 4,37	% 3161	en dol. 1,32	en dol. 0,13	% 90,3	en dol. 4 1/8	31,72
American European Sec. *	10.006	2.297	7.709	23,0	45,4	23,4	69,1	7.709	8.332 ¹	623d	354.500	1,76d	0,41	123 ³	9,10	617 ³	4,59	1,76d	138,3 ¹	8 3/8	—
American Founders ³	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,04 °	0,22	79,8	7/8	3,98
American International ... °	21.833	4.064	17.769	18,6	37,4	21,6	65,2	17.769	14.182	3.587	1.055.586	3,40	5,08	49	11,81	247	5,46	3,40	37,7	7	2,06
Atlas Corporation	—	—	—	—	—	—	—	35.422	11.613	23.809	3.390.456	7,02	8,05	15	12,24	74	—	7,02	—	7	1
Blue Ridge Corporation. °	44.205	4.009	40.196	9,1	42,7	23,6	62,2	40.196	38.339 ¹	1.858	7.489.478	0,25	0,79	216	2,93	1072	0,28	0,25	10,7	2 1/2	10
Capital Administration Ltd. ...	5.768	451	5.317	7,8	26,5	10,4	40,5	5.317	5.619	302 ^{2d}	143.405	2,11d	1,60	176 ³	16,48 ²	881 ³	0,79 ²	2,11d	367,1 ¹	4 7/8	—
Fourth National Investors ..	13.412	1.332	12.090	9,8	28,2	20,2	48,3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	26,82	24,18	9,8	18 7/8	0,78
General American Invest. ... °	16.600	1.577	15.023	9,5	25,7	22,4	48,8	15.023	14.850	173	1.300.220	0,13	1,29	892	5,91	4446	1,27	0,13	89,8	3 1/2	26,92
General Public Service *	10.074	1.081	8.993	10,7	27,1	40,9	67,7	8.993	9.141 ¹	142d	669.192	0,22d	1,13	614 ³	6,51	3059 ³	0,80	0,22d	127,5 ¹	2 5/8	—
Goldman Sachs Trading Corp	40.715	7.006	33.709	17,2	43,1	69,1	85,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	7,06	5,85	17,1	2 7/8	0,49
Insuranshares Certificates ..	3.992	853	3.139	21,3	53,0	33,6	76,	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4,46	3,51	21,3	1 5/8	0,46
Insuranshares Corp. (Del.) ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
International Carriers	3.535	850	2.685	24,0	58,8	26,3	77,4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,30	4,82	23,5	3 3/4	0,78
Lehamn Corporation	40.936	1075	39.861	2,6	29,8	21,4	49,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56,64	58,27	2,9 ^g	43	0,74
Mayflower Associates	9.279	506	8.773	5,5	32,8	0,7	51,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	37,94	37,17	2,0	28	0,75
Second National Investors ... *	5.588	555	5.033	9,9	29,7	19,0	49,2	5.033	10.650 ¹	5.617d	300.000	18,72d	17,04d	9 ³	10,33 d	45 ³	16,01d	18,72d	16,9 ¹	13 3/4	—
Selected industries	30.824	4.740	26.084	15,4	37,2	—	—	26.084	54.243 ¹	28.159d	2.103.821	13,38d	12,14d	9 ³	7,18 d	46 ³	10,84d	13,38d	23,4 ¹	11 1/8	—
Shenandoah Corpor.	13.419	4.096	9.323	30,5	72,3	38,2	88,8	9.323	31.214 ¹	21.891d	5.897.432	3,69d	3,61d	2 ³	2,81 d	24 ³	2,88d	3,69d	28,1 ¹	2 1/8	—
Third National Investors ..	4.762	438	4.324	9,5	32,1	20,4	51,2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	21,65	19,55	9,2	17	0,81
Tri-Continental Corpor. *	33.586	4.142	29.444	12,3	41,1	12,5	53,6	29.444	31.236	1.792d	2.326.318	0,77d	0,49	164 ³	5,56	822 ³	0,16	0,77	581,3 ¹	3 1/2	—
United Founders	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,24	0,75	66,6	1 1/8	1,50
U.S. and Foreign Sec.	23.906	578	23.328	2,4	34,7	29,3	56,5	23.328	27.928	4.600d	1.000.000	4.60d	2.27d	51 ³	7,06	253 ³	3,54d	4,60 d	29,9	4 1/8	—
Pourcentages moyens				13,2	39,7	25,8	62,0														

°. Ajusté pour les variations du capital.

1. Montant net reçu de l'émission des titres.

1. Y compris les dividendes en retard.

2. Class A

3. Pas rigoureusement comparables, comme basés sur une valeur déficitaire.

d. Déficit.

g Gain.

d. Valeur négative.

1. Difficilement comparable à cause de l'intervention de valeurs négatives.

POSITION DU PORTEFEUILLE (Valeur du jour en millier de dollars)

SOCIÉTÉS	31 DÉCEMBRE 1932						31 DÉCEMBRE 1931					
	Espèces en caisse		Oblig. et actions de préférence		Actions ordin.		Espèces en caisse		Oblig. et actions de préférence		Actions ordin.	
	Montant	% du total	Montant	% du total	Montant	% du total	Montant	% du total	Montant	% du total	Montant	% du total
Adams Express	354	2,0	1.375 ¹	8,0	15.555 ²	90,0	17.284	676	3,4	1.646 ¹	8,2	17.722 ²
American European Sec. *	163	2,1	2.214	28,7	5.351	69,2	7.728	181	1,7	2.721	25,3	7.825
American Founders ³	—	7,6	—	60,6	—	31,8	—	—	8,3	—	41,9	—
American International	2.858	16,0	6.286 ⁶	35,3	8.684 ⁷	48,7	17.828	5.198	19,3	10.846 ⁴	40,3	10.879 ⁵
Atlas Corporation	20.120	38,5	8.924 ³⁰	17,1	23.231	44,4	52.275	—	—	—	—	—
Blue Ridge Corporation	1.373	3,4	4.490 ¹⁰	11,3	33.970 ¹¹	85,3	39.833	1.908	4,1	8.900 ⁸	19,3	35.356 ⁹
Capital Administration Ltd. *	1.603	29,8	2.138	39,7	1.646	30,5	5.387	2.629	44,1	2.494	41,7	849
Fourth National Investors ..	4.505 ¹²	37,5	—	—	7.512	62,5	12.017	5.449	40,9	—	—	7.883
General American Invest. °	2.713	17,9	2.918 ¹⁴	19,2	9.542	62,9	15.173	8.913	52,8	2.672 ¹³	15,8	5.290
General Public Service	2.944 ¹⁶	32,9	3.289 ¹⁷	36,7	2.722	30,4	8.955	768	6,3	3.587 ¹⁵	29,3	7.884
Goldman Sachs Trading Corp	432	1,0	4.160	9,2	40.846 ²	89,8	45.078	1.381	2,6	3.982 ¹⁸	7,6	47.185 ²
Insuranshares Certificates ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Insuranshares Corp. (Del.) ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
International Carriers	90	3,3	316	11,6	2.317 ⁹	85,1	2.723	114	3,2	175	4,9	3.287
Lehman Corporation	8.722 ²⁰	20,9	11.645 ¹⁹	27,9	21.346 ⁹	51,2	41.713	20.612	44,9	9.348 ¹⁹	20,4	15.898 ⁹
Mayflower Associates	4.677	53,8	90 ²¹	1,0	3.930 ²²	43,2	8.697	6.100	62,4	346 ²¹	3,5	3.330
Second National Investors .. *	1.777 ²³	35,5	—	—	3.225	64,5	5.002	2.202	39,5	—	—	3.368
Selected industries	2.442	9,1	5.253	19,4	19.326 ²⁴	71,5	27.021	7.117	22,7	4.596	14,7	19.664 ²⁴
Shenandoah Corpor. *	205	2,2	—	—	9.271 ²⁵	97,8	9.476	381	2,4	—	—	15.486 ²⁵
Third National Investors	1.504 ²⁶	35,0	—	—	2.792	65,0	4.296	1.656	34,9	—	—	3.090
Tri-Continental Corpor. *	4.679	15,4	7.691	25,4	17.970 ²⁸	59,2	30.340	7.810	25,5	7.621	24,8	15.231
United Founders	—	6,9	—	55,8	—	37,3	—	—	7,5	—	36,8	—
U.S. and Foreign Sec.	5.958	25,7	3.019	13,0	14.217 ²⁹	61,3	23.194	10.555	43,7	1.549	6,4	12.075 ²⁹
Totaux	46.999	14,6	54.884	17,1	219.862	638	321.745	83.650	22,2	60.483	16,1	232.302
Pourcentages moyens	—	17,9	—	20,1	—	62	—	—	23,5	—	17,0	—

1. Y compris créances hypothécaires dol. 14.500.
2. Y compris titres divers.
3. Aux cours du 30 novembre.
4. Y compris un prêt de dol. 179.767.
5. Y compris placement en Société anonyme Marvin et une Société totalement possédée, dol. 518.522.
6. Y compris des prêts de dol. 127.833.
7. Y compris une société totalement possédée dol. 387.343.
8. Y compris des billets gagés dol. 2.100.000.
- ° Obligations et actions de préférence sont estimées par approximation.

9. Approximativement.
10. Y compris un billet de dol. 1.240.000. obligations et actions de préférence par approximation.
11. Approximativement, y compris actions et titres préférentiels.
12. Y compris dépôts et billets à court terme pour dol. 350.000.
13. Y compris prêts gagés de dol. 449.417.
14. Y compris prêts gagés de dol. 303.300
15. Y compris dépôts de dol. 147.375.

16. Y compris dépôts à terme.
17. Y compris prêts de dol. 75.000
18. Y compris Frosted Food Cy's notes, dol. 740.500.
19. Y compris placements immobiliers et autres.
20. Y compris valeurs d'Etat et de villes à court terme.
21. Obligations seulement.
22. Placements sans valeur déterminée exclus.
23. Y compris dépôts à terme et billets. à court terme pour dol. 175.000.
24. Non compris les titres de la société elle-même.

25. En calculant le portefeuille Blue Ridge à la valeur d'actif et le reste au cours du marché.
26. Y compris dépôt à terme et billets à court terme dol. 225.000.
27. Y compris avances à court terme.
28. Non compris les participations syndicales.
29. Y compris les actions de la compagnie : 15.000 titres.
30. Y compris prêts et billets pour dol. 6.755.334.

*. Exclu des totaux et moyennes.

Ces tableaux sont extraits de « Standard Statistiques ». — Etude spéciale (24 février 1933).

CHAPITRE VI

LES RÉSULTATS DE LA GESTION DES INVESTMENT TRUSTS JUSQU'AU 31 DÉCEMBRE 1932

Il nous reste à envisager les résultats proprement dits obtenus par les investment trusts, c'est-à-dire à examiner s'ils ont été une source de profit relatif pour leurs participants. Ici non plus les conclusions ne sont pas aussi favorables qu'on eût pu l'espérer. Toutefois, il ne faut pas se hâter d'en conclure qu'ils sont sans utilité. La direction en était encore inexpérimentée, et qui eût condamné les investment trusts en Angleterre après la crise de 1890 aurait vu dans les trente années qui suivirent son jugement démenti par les faits. Mais quels sont au juste ces résultats ? On ne peut attendre des trusts une prévision parfaite et surhumaine, on ne peut que demander dans l'ensemble des résultats plus réguliers que ceux de la moyenne du marché : des gains suffisants en période de hausse, des pertes limitées en période de baisse.

La période de hausse, de 1927 à 1929, fut un temps héroïque. Dans l'année 1927, sur 50 trusts qui existaient, l'analyse de 25 d'entre eux, représentant plus de 200 millions de dollars sur 400, indiquait un profit net variant entre

8,90 et 31,56 % avec une moyenne de 18,7 % ; tous montraient en outre une plus-value importante de leur portefeuille. La firme qui publia cette analyse (Grover O'Neill) en fournit d'analogues pour 1928 et 1929. En 1928 le nombre des trusts considérés est 87 sur 400, représentant un capital de 521 millions de dollars pour 1 milliard 500 millions de capital total environ. Le bénéfice net varie de 7 à 40 % et la moyenne en est la même que celle de l'année précédente, 18,7 %. La plupart des sociétés signalent encore une appréciation notable de leur portefeuille. Mais l'on peut difficilement juger les investment trusts sur les résultats d'une période où il suffisait d'acheter n'importe quel titre, de le revendre, d'acheter à nouveau plus haut, et sic usque ad infinitum..., pour faire des bénéfices faciles. Au passage, signalons que ces résultats expliquent fort bien la vogue des investment trusts dans le public en 1929 et la création de sociétés nouvelles, réponse des banquiers qui se sont laissé faire une douce violence. Que s'est-il passé en 1929, avant, pendant et après la crise ? En ce qui concerne le marché, l'année se divise en une période de neuf mois et demi de hausse oscillante et modérée, portant l'indice du prix des valeurs de 165,8 en décembre 1928 à 173,3 en septembre 1929, et une période de deux mois et demi de baisse, d'abord modérée, l'indice tombant à 161,5 pour octobre, puis accélérée jusqu'à 110,2 en décembre, soit pour l'ensemble de l'année une baisse de 55,8 points ou de plus de 33 %. Le rapport de l'Attorney Général de l'Etat de New-York constate pour 1929 des profits réalisés et une dépréciation du portefeuille qui se compensent, le résultat de l'exercice est blanc, ou, si l'on préfère, les seuls dividendes et intérêts reçus ont été perdus. Or, le rapport moyen des titres à New-York en 1929 était,

d'après les statistiques du Stock Exchange, de 3 % environ ; la perte de l'ensemble des trusts étudiés par l'Attorney Général fut donc de 3 à 4 % en face d'une baisse du marché de 33 %. On ne peut guère espérer un meilleur résultat. Cette excellence est même inexplicable par de simples raisons de gestion très habile. On pourrait, à la rigueur, comprendre que, vu l'expérience professionnelle des dirigeants, l'ensemble des sociétés fût largement au-dessus de la moyenne du marché, que certaines même fussent bénéficiaires sur un marché en baisse marquée, mais à un tel triomphe il faut donner une explication fondée sur des circonstances extérieures, et l'étude que nous ferons des résultats beaucoup moins brillants des années suivantes va nous confirmer dans cette opinion. Que sont donc ces circonstances extérieures ?

D'abord le fait que 25 % du capital des trusts furent émis entre juillet et septembre 1929, à une époque où le rendement des titres était si faible et le taux de l'argent à court terme si élevé qu'il y avait toutes raisons de rester soi-même en dehors du marché et de prêter ses fonds aux spéculateurs. En outre, les indices industriels commençaient à baisser, les banques s'attendaient à une légère récession automnale, semblable à celle de 1924 et 1927, et, tout naturellement, les trusts ont réalisé partie au moins de leurs placements en prévision de cette récession et dans l'espoir de racheter plus bas. Nous avons déjà eu d'autres occasions de supposer des ventes de la part d'investment trusts, et de constater qu'ils avaient probablement à cette époque une forte somme d'argent en reports. Ils se sont donc trouvés, presque par hasard, en position très liquide au moment d'une panique qui les a surpris sans doute autant que tout le monde par son ampleur. Ils repeuplèrent

leur portefeuille après la baisse, et la moyenne des prix d'achat des titres conservés et des titres rachetés donna un chiffre assez bas pour que seuls disparussent les profits de la première partie de l'année et que leur situation générale demeurât très favorable. En décembre 1929, leur bilan accuse encore une moyenne de 10 % en espèces. Voilà les conditions spéciales où se sont trouvés les administrateurs en 1929, voilà les causes purement fortuites d'une gestion particulièrement brillante.

Mais, une fois que ces éléments fortuits se sont trouvés éliminés, la gestion des trusts a-t-elle réussi à maintenir ceux-ci dans une position sinon aussi favorable, du moins supérieure à la moyenne du marché ? Afin de nous en rendre compte examinons les résultats des années qui ont suivi. Malheureusement nous ne disposons à cet égard ni d'une enquête officielle, ni même d'une table statistique comme celles dont nous nous sommes servis pour les années précédentes, car la firme de placements qui les publiait s'est abstenue, pour des motifs bien compréhensibles, de faire connaître les résultats de ses études depuis 1930. En plus des comptes-rendus de moins en moins nombreux et prolixes depuis la crise, il n'y a guère d'autre document que l'étude faite par la firme Standard Statistics, au cours du premier trimestre de chaque année, sur les résultats de l'année précédente. Mais, avant de nous attacher à l'analyse de ces études, il nous faut résumer très brièvement l'ensemble des circonstances économiques que le monde a traversées au cours des trois années, en question. Afin de ne point trop compliquer l'exposé des faits, nous nous contenterons de les examiner dans leurs rapports avec le marché américain.

Pendant le second semestre de 1929, tous les indices

concernant l'activité industrielle et boursière sont tombés verticalement de 30 à 50 %, et ont atteint un niveau qui, pour les indices de la production et de l'échange, n'avait plus été connu depuis 1922, et qui, pour les valeurs de bourse, supprimait les effets du grand boom de juillet 1928 à septembre 1929. Des trois années qui ont suivi, deux ont la même physionomie graphique, la troisième au contraire diffère essentiellement des deux premières. Pour 1930 et 1931 la première partie de l'année coïncide avec une assez forte oscillation de hausse pour tous les indices de la production et du marché financier, seuls les indices des prix et de la circulation baissent de façon continue. La hausse qui est de l'ordre de 10 à 15 % dépasse les proportions d'une simple réaction technique du marché, qui serait remonté comme fait une balle qui a frappé le sol. Elle est surtout marquée dans le premier trimestre. Pour certains indices elle s'arrête dès le mois de février (cours des valeurs à revenu variable en 1930 et 1931 — production en 1930), pour d'autres elle se poursuit jusque vers le mois de mai (production en 1931), mais, dans l'ensemble, on peut dire que le début du second semestre trouve la tendance nettement renversée, et amorcé un mouvement de baisse qui, pour chacune des deux années considérées, ramène, en décembre, tous les indices largement au-dessous du niveau du 1^{er} janvier. L'année 1932 revêt au contraire un aspect tout différent. Aucune réaction, si faible soit-elle, ne marque les premiers mois, les indices continuent à baisser à un rythme à peu près semblable à celui de la seconde partie de 1931. Au second semestre, sans que dans l'ensemble il y ait une reprise marquée, les pentes de baisse s'adoucissent, parfois même s'annulent, de légères oscillations s'amorcent autour du niveau atteint. Il en est ainsi à peu près pour

tous les indices jusqu'au début de mars 1933, jusqu'à l'arrivée au pouvoir du Président Roosevelt et jusqu'au boom de la N.R.A. Comment la gestion des sociétés s'est-elle tirée de l'épreuve que lui ont imposée les faits ? D'abord une première remarque. Elle concerne la diminution du nombre des sociétés en activité. L'étude faite en 1931 par Standard Statistics portait sur 38 trusts choisis au hasard (et en dehors du groupe de l'American Founders). Dans celle de 1933 nous ne trouvons plus que 22 trusts, dont deux, du groupe précédemment éliminé, n'étaient point étudiés en 1931. Parmi les 38 sociétés du début de la crise il y a donc eu un déchet provisoire ou définitif de près de 50 %. Il ne s'est fondé aucune société nouvelle. Il n'y a eu aucun appel de capitaux. Les porteurs de titres d'Investment Trusts, que ce fussent des spéculateurs ou des épargnants, avaient tous subi de trop lourdes pertes pour qu'on pût songer à leur demander de nouveaux fonds.

Beaucoup des anciennes sociétés n'ont pu tenir assez longtemps pour passer la crise. Si, en principe, une société qui n'a émis que des actions ordinaires peut, quelle que soit la baisse de son portefeuille, attendre des jours meilleurs, il n'en est pas ainsi lorsqu'elle a émis du capital privilégié, obligations ou actions de préférence. Et du reste, en toute circonstance, les actionnaires peuvent préférer passer définitivement par profits et pertes la baisse de leurs titres et retrouver avec certitude 10 % plutôt que de laisser se continuer une gestion qui finirait par faire disparaître tout l'actif. D'autre part il y a eu un nombre assez considérable de fusions.

Parmi les sociétés importantes de 1933, qui ne l'étaient pas en 1931, il s'en trouve une, l'Atlas Corporation, qui s'est considérablement accrue et a absorbé depuis la crise

nombre de sociétés auparavant indépendantes. Nous verrons par quels moyens sa gestion est parvenue à ce résultat, en tout cas son directeur, amenant la valeur de réalisation de l'action de 5,05 dollars au 31 décembre 1929 à 7,02 dollars au 31 décembre 1932, soit une hausse d'environ 40 % pour un marché qui a baissé de 70 %, fait figure d'expert en la matière. En mai 1933 il a déclaré dans un interview que, de tous les trusts de gestion qui existaient au 31 décembre 1929, il en restait à peu près cinq ou six dont la situation était parfaitement saine et dont l'avenir ne soulevait aucune inquiétude. Pour une dizaine d'autres les perspectives demeurent incertaines, et, selon le cours que prendront les circonstances, ils peuvent disparaître ou se consolider. Le reste se trouve pratiquement hors de cause. Jugement impressionnant, surtout si l'on se rappelle que le rapport de l'Attorney Général de l'Etat de New-York, que nous avons utilisé pour 1929, avait étudié au 1^{er} mars 1930 un total de 227 trusts de gestion. La crise de 1929-1932 a donc eu, aux Etats-Unis, un effet analogue à la crise de 1890-1895 en Grande-Bretagne : la réduction du nombre des trusts par la disparition de toutes les sociétés trop maladroitement gérées.

Une fois posés ces préliminaires, nous pouvons en venir à l'examen des résultats proprement dits. Nous allons les étudier sous deux faces différentes. D'abord sous un aspect interne au trust lui-même, la variation de son actif net pendant les trois années considérées, puis sous un aspect externe, celui du cours des actions sur le marché boursier, étude qui fait intervenir des éléments de spéculation étrangers au premier aspect. Les chiffres sont les suivants. En 1930, pour 38 trusts, la baisse moyenne de l'actif net est de 25,5 % avec une très large dispersion depuis 0,7 % pour

le Mayflower Associates jusqu'à 69,1 % pour la Goldman Sachs Trading Corporation, le grand favori du public avant la crise, et depuis le grand favori des revuistes. Dans le même temps l'indice des cours des valeurs à revenu variable sur le marché de New-York baissait, d'après les calculs de Standard Statistics, de 28,4 %, pourcentage sans doute à peu près exact, puisque les indices établis par différents organismes varient entre 22,4 et 29,4 %. Pour cette même année une étude plus large entreprise par la revue spécialisée Keane's Monthly parvenait à des résultats plus défavorables, constatant une baisse de 36 % pour 57 trusts.

Pour les années 1931 et 1932, les données ne concernent plus que 19 sociétés. En 1931 la baisse moyenne fut de 39,7 % avec un maximum de 72,3 % pour la Shenandoah Corporation (groupe Goldman Sachs) et un minimum de 25,7 pour le General American Investors (groupe Lehman-Lazard), en face d'une baisse de 58 % environ dans les cours des titres à revenu variable. En 1932, pour les mêmes sociétés, la baisse moyenne a été de 13,2 % avec un maximum de 30,5 pour la Shenandoah et un minimum de 2,4 pour le United States and Foreign Securities du groupe Dillon Read, suivi de près par la Lehman Corporation qui perd 2,6 %, pour une baisse moyenne de 15,2 % de l'indice des valeurs à revenu variable de Standard Statistics (90 actions). Pour l'ensemble de la période triennale, la baisse de l'actif net a été, pour les 19 sociétés encore étudiées en 1933, de 62 % en moyenne, avec un maximum de 88,8 % pour la Shenandoah talonnée par la Goldman Sachs à 85,5 %, toutes deux du même groupe, et un minimum de 40,5 % pour le Capital Administration Ltd, en face d'une baisse de 67,9 % de l'indice des valeurs à revenu variable et de 30,6 % de celui des valeurs à revenu fixe.

De ces données, on peut tirer un premier groupe de conclusions. D'abord il n'y a pas d'années où les résultats des investment trusts n'aient été plus favorables que ceux de la moyenne du marché, au moins dans la mesure où l'on ne tient compte que de l'indice des valeurs à revenu variable. Nous nous efforcerons bientôt d'éliminer cette restriction et de voir si la présente conclusion peut néanmoins être maintenue. Mais la moyenne n'exprime pas exactement la vérité, aussi avons-nous pris soin d'indiquer les limites extrêmes des variations subies. Si l'on prend les sociétés une par une et si l'on cherche à déterminer la valeur de leur gestion respective par la place que, au cours de ces trois années, chacune d'elle a tenue par rapport à la moyenne, on trouve que 7 sociétés sont restées constamment au-dessus. De ces 7 sociétés une seule est indépendante ; trois sont les filiales d'une même entreprise de gestion, la National Investors Corporation, deux dépendent plus ou moins étroitement de la banque Lehman. Cinq trusts ont été constamment au-dessous de la moyenne, dont 2 appartiennent au groupe Goldman Sachs, 2 autres sont des trusts spécialisés (assurances, chemins de fer), le dernier n'a aucune caractéristique spéciale. Sept sociétés enfin ont eu des résultats tantôt meilleurs, tantôt moins bons que la moyenne. C'est une première illustration de l'axiome « tant vaut la gestion, tant vaut la société ».

Quels ont donc été les principes de la gestion des trusts les plus touchés par la crise ? D'abord, nous l'avons indiqué, deux d'entre eux se sont spécialisés dans une seule sorte de titres, ce sont les Insuranshares Certificates et l'International Carriers. Il n'y avait diversification qu'à l'intérieur d'une même industrie, tout le risque de cette industrie pesait sur le portefeuille de la société. Parmi les branches

importantes de l'économie mondiale les chemins de fer furent l'une des plus atteintes, ainsi qu'en témoignent l'indice des wagons chargés et le déficit de leur exploitation dans tous les pays. Quant aux assurances, elles ont été très durement touchées aux U.S.A., elles y avaient pris un développement considérable et peut-être excessif, leur production a beaucoup diminué, et leurs placements n'ont pas toujours été très heureux. Du reste l'investment trust ne se justifie qu'en fonction d'une diversification suffisante du portefeuille, et l'investment trust spécialisé est par là même condamné ; l'effet n'est ici qu'une vérification a posteriori d'un diagnostic facile à émettre. Les deux sociétés du groupe Goldman Sachs doivent leur perte à des causes plus typiquement américaines. Elles sont nées et ont été gérées sous le signe de l'optimisme et de la « common share as long term investment ». Depuis 1929 leurs ressources ont été constamment et totalement investies et elles l'ont été presque exclusivement en actions ordinaires. Les espèces en caisse n'ont jamais en fin d'année excédé 5 % et les obligations et actions de préférence en portefeuille n'ont jamais atteint 10 % des ressources, tandis que les moyennes pour les 19 sociétés étudiées sont de 20 % aussi bien pour les liquidités que pour le portefeuille privilégié.

En outre, il n'est pas tout à fait sûr que la banque Goldman Sachs n'ait pas, en 1929, profité de l'existence de ces sociétés, ou même n'ait pas créé au moins l'une d'elles, pour se débarrasser d'un certain nombre de titres un peu risqués et un peu lourds de son portefeuille personnel. On ne peut en tout cas nullement regretter que cette firme se soit en 1933 retirée du marché des investment trusts, et ait cédé toutes les sociétés qui dépendaient d'elle : entre leur création et la fin de 1932 la Goldman Sachs

Trading Corporation a perdu 91,6 % de son capital et ses deux filiales respectivement 90,9 et 68 %.

Les sociétés les plus prospères, au contraire, déclarent en moyenne 47,5 % d'espèces en caisse au 31 décembre 1931 (dispersion de 39,5 à 62,4), et 32,6 % en 1932 (dispersion de 17,9 à 53,8). D'autre part quatre d'entre elles indiquent le pourcentage de leur portefeuille placé en obligations et actions de préférence ; une seule, le Mayflower Associates, place presque exclusivement en actions ordinaires ; pour les trois autres la moyenne est la même fin 1931 et fin 1932 et se monte à 28,9 %. Ces proportions dépassent notablement la moyenne de l'ensemble des sociétés qui, nous l'avons vu, avoisine 20 % pour les deux éléments. On n'est pourtant certainement pas fondé à dire que la politique de ces trusts ait été de continuelle liquidité. C'en fut plutôt une de mobilité. En effet la position du portefeuille en fin d'année n'est nullement caractéristique de la position en cours d'année. Pour s'en rendre compte une simple estimation peut suffire. A supposer que de 1929 à 1932 ils aient été constamment investis dans les proportions suivantes (approximativement celles que nous avons constatées en fin d'année) : 40 % en espèces, 30 % en obligations et actions de préférence, 30 % en actions ordinaires, ils auraient dû se retrouver à la fin de la période, au 31 décembre 1932, avec une perte inférieure à 33 %, alors que la baisse effective de leur actif fut de 46 %. Il y a donc eu en cours d'année des erreurs commises, mais on peut dire, selon nous, que la force de ces sociétés a surtout été faite d'opportunisme et d'absence d'obstination. Les résultats prouvent qu'elles se sont toujours dégagées à temps des positions fâcheuses qu'elles avaient pu prendre. Si l'on étend l'hypothèse précédente à l'ensemble des 19 trusts

examinés, on trouve un résultat du même ordre ; un placement de 60 % en valeurs à revenu variable, de 20 % en valeurs à revenu fixe, et de 20 % en espèces, aurait dû donner une perte globale de 48 % seulement, tandis que la baisse effective fut de 62 %. Là aussi les résultats des opérations en cours d'année ont donc été défavorables.

A la lumière de ces chiffres et en s'aidant des comptes-rendus parus çà et là dans les journaux, on peut se faire une idée de ce qu'ont été les manœuvres accomplies par ceux des trusts qui ont été suffisamment mobiles et qui ne se sont pas, comme ceux dont nous avons auparavant parlé, obstinés dans leurs erreurs. Deux années leur ont été particulièrement néfastes, les années 1930 et 1931. On le comprend aisément. A la fin de 1929 le krach avait ramené les actions à un niveau qui, par contraste avec les sommets de l'été, paraissait extrêmement bas. La plupart des sociétés qui s'étaient maintenues en état de liquidité extrême pendant la crise ont peu à peu repris position sur le marché, et d'autant plus volontiers que la hausse des premiers mois de 1930, que nous avons signalée au début de ce chapitre, a coïncidé avec une vague d'optimisme officiel. L'exemple était donné par le Président Hoover lui-même et par son cabinet.

Les discours, triomphant de la reprise des indices, s'achevaient en prophéties sur le retour prochain de l'enfant prodigue Prospérité. On passait sous silence l'accroissement des stocks de matière première et la baisse encore insuffisante des prix de détail, on postulait que tout était une question de confiance, et l'on pratiquait la méthode de la suggestion. Comment les Américains, ou du moins beaucoup d'entre eux, ont-ils pu ne pas voir alors les files de chômeurs s'allonger chaque soir devant les soupes populaires, et ont-ils pu céder à ce battage gouvernemental ?

C'est rétrospectivement incompréhensible, et il faut l'avoir vécu pour le croire. En tout cas la baisse du second trimestre trouva la grande majorité des trusts avec des ressources complètement investies, et ceux qui parvinrent malgré tout en fin d'année à un résultat honorable sont précisément ceux qui surent sacrifier à temps ce qui était déjà perdu et revenir sans tarder à une liquidité plus grande. L'aspect de l'année 1931 rappelle aussi exactement celui de l'année 1930 qu'il le faisait du point de vue de l'ensemble de l'économie. En novembre 1930 un second krach avait ramené les titres au niveau de 1925. Cette fois, aux U.S.A., on a bien l'impression que la baisse ne saurait se poursuivre indéfiniment, que, d'ailleurs, les valeurs ont atteint un niveau où le risque de l'acheteur est presque annulé ; pour confirmer ces impressions les indices repartent en hausse. Tous les trusts, et surtout ceux qui depuis le début de la crise avaient su se maintenir dans l'expectative, engagent la majeure partie de leurs ressources. Les plus méfiants jusqu'alors deviennent maintenant les plus audacieux, comme si la clairvoyance finissait par se lasser d'elle-même et entraîner l'imprudence à sa suite. Au contraire ceux qui en 1930 ont subi de grosses pertes paraissent bien avoir montré plus de circonspection. On le voit aux résultats. Ceux pour lesquels l'année 1931 est très néfaste (parmi les sociétés dont nous avons noté la bonne gestion moyenne) sont ceux que 1930 avait le plus épargnés. La plus forte perte est subie par le Mayflower Associates qui voit son actif net baisser de 32,8 % alors qu'il n'avait l'année précédente perdu que 0,7 %. Au contraire le General American Investors, qui avait perdu 22,4 % en 1930 voit ses pertes à peine accrûes en 1931 à 25,4 %, malgré une année boursière bien plus mauvaise en moyenne. Du renouvellement

de l'erreur du début de 1930 on peut donner deux raisons plausibles.

D'abord la reprise de 1931 paraissait et paraît encore rétrospectivement beaucoup plus justifiée que celle de 1930. Ensuite la crise proprement dite s'est au cours de l'année 1931 effacée devant une crise financière qui s'est à son tour répercutée sur les éléments purement économiques. Il s'agit des événements de l'Europe Centrale et, à la fin de l'été, de l'abandon de l'étalon-or par le groupe Sterling. Ces événements, d'un ordre différent de ceux que la gestion des sociétés de placements était préparée à prévoir, ont certainement joué un rôle prépondérant dans la baisse considérable de l'actif constatée par les bilans de fin d'année. Une grande partie du portefeuille fut réalisée à perte. Les placements d'un groupe représentatif de sociétés sont tombés de 72,3 à 62,9 % des ressources, tandis que la liquidité s'élevait de 14,7 à 21,7 %. L'année 1932 a vu, comme nous l'avons indiqué, l'atténuation progressive de la vitesse de chute des indices, et pour certains d'entre eux une stabilisation à peu près complète, les investment trusts ont peu à peu et très prudemment acheté des titres, et leur liquidité est retombée à 18 % en moyenne, l'argent placé l'étant dans presque tous les cas en obligations ou en actions de préférence.

A la faveur de cette expérience on a vu les sociétés les mieux gérées changer peu à peu de politique. Au début, rares étaient les sociétés de placements qui ne se considéraient pas comme des « Trading Companies », et qui ne cherchaient pas l'essentiel de leurs profits dans des bénéfices de bourse (en 1929, pour 57 trusts indiquant les sources de leurs revenus, 7,1 % provenaient des bénéfices de bourse et 4,1 % des dividendes et intérêts perçus, sur les 11,2 %

de revenu moyen). Au contraire, peu à peu, à travers la crise, on est retourné à l'idée britannique du revenu considéré comme facteur fondamental, puisque le dessein de l'investment trust est de fournir un refuge aux petits épargnants, autrement incapables de placer leur capital de façon économique et avec une suffisante diversification. Toutefois, dans les conditions anormales des années 1930, 1931 et 1932, la question du revenu a dû s'effacer devant le désir de ne pas subir de trop lourdes pertes sur le portefeuille. Et, dans l'ensemble, une société qui s'est résignée à perdre sur le revenu de son capital et qui s'est maintenue extrêmement liquide à travers toute la période considérée a obtenu des résultats bien supérieurs à ceux qu'aurait obtenus une société qui n'eût considéré que le revenu, achetant avec l'ensemble de ses ressources des obligations ou des actions donnant de très forts dividendes (sans même tenir compte du fait que beaucoup de ces dividendes auraient sans doute été passés depuis). Par conséquent des rentrées très faibles de revenu durant cette période ne doivent pas être reprochées à la direction d'une société. Il n'en reste pas moins vrai que la capitalisation du trust devrait toujours être calculée de façon que les charges fixes pussent être au moins couvertes par les rentrées d'intérêts de la société, et l'on ne peut qu'approuver l'auteur de l'étude de Standard Statistics quand il affirme que, au fur et à mesure que les conditions économiques se stabiliseront, il faudra attacher de plus en plus d'importance aux intérêts et dividendes touchés par les sociétés comme critère d'une saine gestion. Pour aggraver cette baisse des revenus, il y a eu encore le coût excessif de la gestion, qui se monte en 1932 à 18,69 % du revenu total et à 1,14 % de l'actif net en fin d'année. C'est trop, surtout si l'on tient compte du mouvement

relativement faible du portefeuille. Beaucoup de ces sociétés ont édifié, au temps de leur splendeur, des organismes de gestion extrêmement dispendieux et ne peuvent maintenant se résoudre à supprimer ce que la situation récente a rendu un luxe ruineux. A côté de cette critique générale les spécialistes américains en ajoutent un certain nombre, qui concernent des abus très répandus. Les plus graves en sont les salaires exorbitants de certains grands directeurs, les mouvements excessifs de portefeuille pratiqués par les sociétés qui sont liées à des maisons de courtage de Bourse, et le cumul des indemnités accordées aux directeurs communs des trusts d'un même groupe. Dans l'ensemble on peut dire néanmoins que la tendance des dépenses est à la baisse et que, si cette tendance se maintient au moment où se produira un départ en hausse des revenus et une appréciation simultanée du portefeuille, le pourcentage affecté à la dépense tombera très vite à un niveau raisonnable.

Un élément qui a joué un rôle assez considérable dans la gestion des trusts durant ces trois années et qui a contribué à rendre les résultats moins défavorables qu'ils auraient pu l'être, c'est le rachat de ses propres titres par une société. Ce problème est lié très intimement à la question du comportement des titres des sociétés de placements sur le marché. Au 30 juin 1929 le prix coté sur les actions ordinaires de 20 trusts de gestion s'élevait en moyenne à 138 % de la valeur d'actif net de ces titres. La gestion était donc considérée comme un élément de l'actif, comptée au nombre des ressources de l'investment trust, et cotée à un très haut prix.

Le 6 janvier 1930, après la baisse, les mêmes investment trusts se négociaient en moyenne à 77,4 % de leur valeur de liquidation, et aucun d'eux ne dépassait 80 % de cette

valeur, ce qui signifie que la gestion était passée de l'actif au passif du bilan, et qu'on l'estimait dans le sens de la défaveur avec aussi peu de mesure qu'on en avait apporté six mois avant dans le sens opposé. Depuis, la tendance est restée la même, du moins tant qu'aucun autre facteur n'est intervenu pour la modifier; elle ne s'est toutefois pas accentuée. Dès lors on comprend parfaitement la politique suivie par un certain nombre de sociétés. Chaque fois qu'elles rachetaient sur le marché une de leurs actions et la détruisaient, elles diminuaient en moyenne leur passif de 1 et leur actif de 0,77.

A supposer qu'elles pussent le faire dans de grandes proportions, elles pouvaient combattre efficacement pour les actions subsistantes, la baisse de l'actif net. Si le trust avait émis n actions ayant à la date considéré une valeur a de liquidation, et s'il pouvait racheter $n/2$ titres à 0,75 a , toutes autres choses égales d'ailleurs, les $n/2$ titres restants auraient valu 1,25 fois la valeur de liquidation primitive. Naturellement cette politique est dangereuse pour les porteurs d'obligations et d'actions de préférence, s'il y en a, en ce qu'elle diminue d'autant les fonds affectés à la garantie de leurs droits. Le même principe de rachat peut être appliqué au retrait des obligations si elles sont suffisamment au-dessous du pair, et des actions de préférence, si elles sont assez au-dessous de leur valeur d'actif net. Une société dont les résultats ont été éliminés, parce qu'exceptionnellement favorables, l'Atlas Corporation, a érigé ce système en principe de placement. Au lieu de le faire porter sur ses propres titres, elle l'a appliqué à ceux des voisins. Ainsi, par exemple, elle étudiait la valeur d'actif net des actions d'une société d'après la liste du portefeuille. Si elle estimait l'opération avantageuse, grâce à une liqui-

dité maintenue très grande depuis le début de la dépression, elle achetait les titres par petits paquets jusqu'à ce qu'elle en eût une quantité suffisante pour contrôler la société en question. Alors elle procédait à son absorption ou à sa dissolution et réalisait le portefeuille. Même en tenant compte de la baisse possible entre les premiers achats de titres et la réalisation, il lui restait une marge importante de profit presque sans qu'elle courût aucun risque. De la sorte la valeur d'actif net de l'action ordinaire Atlas Corporation a été portée de 5 dollars en 1929 à 7 dollars en 1932, et, au cours de 1933, cette société a absorbé à très bas prix tout le groupe Goldman Sachs.

Il reste maintenant une dernière question à envisager, c'est celle que les Américains appellent « leverage » et qu'on pourrait traduire par les mots « facteur-levier ». Cet élément consiste en l'amplification des variations qui se produit lorsqu'au lieu de considérer les modifications de l'actif net total, on considère les modifications de la part de cet actif qui, en cas de liquidation, revient aux actions ordinaires. Nous avons déjà abordé cette question dans le chapitre où nous avons examiné les problèmes généraux des trusts de gestion, quand nous nous sommes occupés de la division du portefeuille en valeurs à revenu fixe, à revenu privilégié et à revenu variable. Les principes traditionnels de placement des trusts britanniques veulent que les proportions des diverses espèces de capital soient à peu de chose près les mêmes dans le capital propre de la société et dans l'ensemble de ses placements. Le facteur-levier, par quoi sont multipliés gains et pertes, est ainsi réduit à l'unité, ou, si l'on veut, disparaît. Au contraire une société qui a par exemple émis 50 % d'obligations, 25 % d'actions de préférence, et 25 % d'actions ordinaires, et qui place

l'ensemble de ses ressources en actions ordinaires subit en temps de crise une perte très lourde qui, de 1929 à 1932, fut de l'ordre de 70 %. Dans ce cas purement théorique, lorsque la dépréciation de l'actif atteint 25 %, la valeur des actions ordinaires s'évanouit entièrement, quand elle atteint 50 %, celle des actions de préférence en fait autant. La forme du capital d'une société, combinée à sa politique de gestion, entraîne donc parfois des variations bien plus considérables des actions ordinaires, et éventuellement des actions de préférence, que ne le sont celles de l'actif net.

De là une conséquence curieuse pour les cours pratiqués au Stock Exchange sur ces titres. Sur 22 sociétés étudiées à cet égard, il s'en trouve 8 dont les actions n'ont absolument aucune valeur, ou plutôt ont une valeur négative, c'est-à-dire que l'actif net actuel ne suffit pas à couvrir les besoins du capital privilégié, et qu'il faut rattraper une perte plus ou moins lourde avant que les actions ordinaires puissent retrouver une valeur quelconque (et pour certaines d'entre elles une hausse de 50 % de la valeur du portefeuille serait encore insuffisante à leur donner une valeur positive), et pourtant les titres s'en négocient sur le marché. Mais il est des cas moins extrêmes. Pour certaines de ces sociétés le portefeuille et le capital sont composés de telle sorte que la valeur actuelle de leurs titres est infime, mais s'accroîtrait très vite en cas de hausse, si faible fût-elle, du cours des titres qu'elles possèdent. Dans ce cas on se trouve à présent en face d'actions qui ont une valeur de liquidation de 10 à 25 cents. Ces titres se vendent jusqu'à 32 fois cette valeur (Adams Express). Afin de faire valoir les raisons spéculatives qui expliquent, sans les justifier, ces cours exagérés, Standard Statistics a calculé le facteur levier pour une hausse de 10 % et une hausse de 50 % de l'actif net. Le cas extrême, celui de la General American

Investors, correspond à une hausse de 892 % de la valeur de liquidation de l'action ordinaire pour 10 % de hausse du portefeuille, et de 4.446 % pour une hausse de 50 %. Cette action est cotée à la bourse 26,92 fois sa valeur présente d'actif net. On saisit ici sur le vif le danger que nous avons signalé au chapitre IV, et l'on comprend à quel point est pernicieuse une politique qui transforme en un véritable billet de loterie un titre qui n'a de rôle économique concevable que s'il est dépourvu de tout caractère spéculatif.

Voilà le tableau général de la position présente du groupe des investment trusts ; il se passe de commentaires. Si quelques sociétés ont été remarquablement bien gérées, d'autres l'ont été tellement mal qu'elles ont complètement disparu du marché. Et même en éliminant ces sociétés hors de cause, et en ne se fondant que sur celles dont les résultats n'ont pas entraîné la disparition, on trouve que la moyenne du groupe tout entier est à peine supérieure à celle du marché. La gestion du portefeuille apparaît à travers la crise des sociétés de placements aux Etats-Unis telle qu'elle était apparue à travers la crise des trusts companies, de 1890 à 1895, en Grande-Bretagne, une œuvre difficile qui exige, des hommes qui l'entreprennent, des connaissances techniques et des qualités morales assez rares. On peut toutefois penser que la dizaine de sociétés qui demeurent aujourd'hui pourront dans l'avenir servir de noyau à la constitution d'un groupe solide semblable au groupe britannique, et à qui une expérience chèrement acquise servira désormais de saine tradition. Loin de toutes les illusions de prospérité indéfinie des années qui ont précédé la crise, elles pourront créer, en se souvenant des fautes commises et du châtiment, une puissance de modération semblable à celle que, depuis bientôt 40 ans, forment leurs ancêtres britanniques.

CHAPITRE VII

L'INVESTMENT TRUST ET LES CONDITIONS SPÉCIALES DU MARCHÉ FRANÇAIS

Après avoir décrit, en nous efforçant d'atteindre à la plus grande objectivité, le mouvement américain des investment trusts, il nous reste, pour achever le dessein de cette étude, une tâche à accomplir. C'est d'essayer de porter un jugement sur l'introduction éventuelle de ce genre de société dans l'organisme financier français. La question n'est pas de pure théorie, puisque, en novembre 1930, un projet de loi a été déposé pour faciliter le développement des sociétés de placements en supprimant l'obstacle de la double imposition. Nos recherches ont eu lieu à une époque telle que l'on ne pouvait guère espérer se trouver en présence de résultats triomphaux, pourtant le tableau que nous avons fait est sans doute encore plus sombre qu'on eût pu s'y attendre. Mais à la faveur même de l'excessive violence de la crise actuelle, il nous a été loisible de mieux voir les sources de danger, et peut-être pourrions-nous en profiter pour essayer de suggérer les moyens d'éviter de semblables périls.

Mais le problème d'une législation éventuelle de l'investment trust est évidemment conditionné par l'utilité de ces

trusts sur le marché français. Les conditions ont-elles suffisamment changé depuis la guerre pour que nous ayons besoin de cette institution dont nous nous sommes fort bien passés avant 1914 ? C'est la question que nous nous proposons d'examiner dans ce chapitre. Pour la résoudre il la faut diviser, et voir d'abord pour quelles raisons les investment trusts ne se sont pas développés en Europe continentale et particulièrement en France avant la guerre.

Apparemment la France était dans une position économique qui en eût justifié la création. Elle était, après l'Angleterre, le plus riche banquier du monde. La première réponse qui se présente à l'esprit, c'est que la législation ne leur était pas favorable, et que la double imposition les a toujours gênés. Mais la faiblesse de cet argument réside dans le fait qu'une législation n'a jamais résisté à un mouvement puissant et justifié qui la veut modifier, et si l'investment trust avait eu de bonnes raisons de se développer, la législation se fût assurément adaptée à ses besoins. Nous nous trouvons donc réduits à chercher une autre explication, qui, cette fois, tende à prouver que, par suite des conditions spéciales du marché français, les investment trusts n'avaient pas de raison suffisante de se développer.

Cette explication ne peut se tirer du montant des placements à l'étranger. Car, bien que les placements britanniques dépassassent de beaucoup ceux des Français, le capital fourni annuellement par ces derniers eût amplement suffi néanmoins à justifier la fondation d'institutions destinées à le répartir entre différents emplois. Bien plus, les trusts se sont développés en Angleterre entre 1885 et 1889, lorsque la moyenne des placements à l'étranger s'élevait annuellement à soixante millions de livres, un ordre de grandeur comparable à celui des placements français

après la reprise des affaires en 1897, et qui se maintint jusqu'en 1914, Si le montant des capitaux prêtés à l'étranger entraînait seul en jeu, les trusts auraient donc dû se développer en France au début du XX^e siècle comme en Angleterre à la fin du XIX^e. On ne peut pas même objecter que les financiers français devaient alors considérer les trusts avec défaveur, à cause de l'épreuve anglaise, celle-ci était déjà oubliée, et la réhabilitation de l'institution déjà acquise.

A priori il n'y a plus qu'une explication concevable. Elle revêt deux aspects, d'abord les habitudes du capitaliste et la nature du système bancaire français, ou si l'on veut la structure psychologique et technique du marché des capitaux en France ; d'autre part la nature des placements effectués à l'étranger. Comme la raison dernière, la nature intime du marché français, doit apparaître plus nette par l'étude de ses conséquences de fait, un court résumé historique des placements français, après 1880, n'est point superflu. La moyenne annuelle de l'épargne fut de l'ordre de 2 à 3 milliards de francs entre 1880 et 1900, et 4 à 5 milliards entre 1900 et la guerre. Le montant des placements annuels à l'étranger est donné par la table suivante, tirée de l'étude de M. Feis, « *L'Europe banquier du monde* ».

Années couvertes	Moyenne annuelle des placements Millions de francs.
1871-1875	
1876-1880	—50 à +50
1881-1885	
1886-1890	443 à 533
1891-1896	519 à 619
1897-1902	1157 à 1257
1903-1908	1359 à 1459
1909-1913	1239 à 1339

Et le montant total des capitaux investis à la fin de chaque décade pour le XIX^e siècle et à intervalles plus courts

pour le début du XX^e est indiqué par la seconde table, tirée du même livre, et établie d'après les calculs de Léon Say pour 1870, de MM. Neymark et Théry pour 1880-1912, et de M. Colson pour 1914.

Années	Total des placements à l'étranger Milliards de francs
1870	12 à 14
1880	15
1890	20
1900	28
1905	34
1910	40
1912	42
1914	45

Le problème que nous nous posons est celui de savoir comment ces placements étaient répartis quant à leur nature économique, c'est-à-dire quelle proportion en était en participation dans des entreprises et quelle part en emprunts gouvernementaux et municipaux.

Il est probablement impossible de donner une réponse précise à cette question. Pourtant, si l'on veut bien considérer qu'en 1888 le total des avoirs français à l'étranger se montait à environ 18 milliards et en 1914 à 45 milliards, on peut tenter un calcul approximatif. Il y a eu dans l'intervalle de 26 années une augmentation totale de 27 milliards. Quelle idée se faire de la manière dont ces 27 milliards furent répartis ? Nous avons pris pour origine l'année 1888, parce que c'est à ce moment que fut consenti un premier emprunt de 500 millions à la Russie. En 1914 le total des placements en Russie se montait à 11.300 millions de francs dont 9 milliards en emprunts gouvernementaux. Par conséquent de 1888 à 1914 un tiers des placements français à l'étranger est représenté par les emprunts du gouvernement russe. Si l'on fait alors entrer en ligne de compte les emprunts des pays balkaniques et de la Turquie, les emprunts colo-

niaux, il semble qu'il n'y ait pas de témérité à estimer que plus de 60 % des capitaux placés chaque année à l'étranger par les Français le furent, en moyenne, en fonds d'Etats ou de municipalités. Ce qui contraste singulièrement avec la distribution des capitaux anglais (Feis. p. 27).

Nature du placement	Millions de Livres
Emprunts gouvernementaux	
1° Dominions et colonies	675,5
2° Etranger	297,0
<i>Total</i>	972,5
Emprunts municipaux	152,5
Total des emprunts .	1125,0
Chemins de fer :	
1° Dominions et Colonies	306,4
2° Indian Empire	140,8
3° Etats-Unis	616,6
4° Autres pays	467,2
<i>Total</i>	1531,0
Autres entreprises	1107,3
<i>Total des placements en entreprises</i>	2638,3
<i>Total des avoirs à l'étranger</i>	3763,3

c'est-à-dire que la proportion des placements en fonds officiellement garantis représentait environ 30 % de l'ensemble des capitaux, en opposition absolue avec la répartition des capitaux français. Il nous reste maintenant à expliquer cette différence.

D'abord on ne peut nier que la psychologie du capitaliste français avant la guerre le fît pencher vers les titres à revenu fixe de préférence aux titres à revenu variable. Si l'on pouvait établir la composition moyenne du portefeuille de la classe moyenne en France avant-guerre, il est probable que la proportion d'actions y serait très faible.

Et parmi les obligations les emprunts gouvernementaux nationaux ou étrangers formeraient la plus grande part. Les rentes représentaient plus encore en France que les « Consols » en Angleterre, et leur prestige rayonnait sur tous les emprunts gouvernementaux cotés à Paris. Le commerçant anglais ne dédaignait pas, à côté du capital placé dans son affaire, de risquer tout ou partie de ce qui lui restait dans une autre entreprise, souvent au-delà des mers. Le Français préférait ne pas avoir à s'occuper de ses placements une fois qu'ils avaient été faits. Il achetait, et les titres passaient dans sa succession sans qu'il y eût touché dans l'intervalle, sauf pour détacher ses coupons.

Exceptionnellement quand une affaire coloniale ou étrangère avait prospéré à l'aide des capitaux anglais, nous en rachetions les actions pour un bon prix à nos voisins, libérant leurs fonds pour un nouveau risque, répétition de ce qui s'était passé pour nos propres chemins de fer. Même dans ce cas les actions n'apparaissaient que dans les portefeuilles dépassant la moyenne. De toutes les obligations, les fonds gouvernementaux et municipaux étaient les plus sûrs, ayant la garantie de toute une ville ou de toute une nation avec toute leur richesse. La preuve de l'importance psychologique de ce facteur est fournie par les efforts des sociétés pour obtenir la garantie publique pour leurs obligations, comme dans le cas des chemins de fer ou de certaines entreprises d'électricité et de transports urbains. Sans doute il est arrivé à des Etats de faire défaut, mais, en période normale, il suffit d'être prudent et de ne prêter qu'aux nations les plus stables, quitte à toucher un moins gros intérêt. Et lorsqu'aucune autre considération n'entrait en jeu, le Gouvernement Français s'efforçait de détourner le public d'emprunts risqués.

Mais il y a plus. Les placements à l'étranger n'ont jamais été considérés en France comme un acte de choix purement économique du bailleur de fonds : le banquier d'abord, le capitaliste ensuite, décidant entre toutes les possibilités de placement quelle est la plus avantageuse, une fois pris en considération tous les facteurs de risque et toutes les chances de profit. Le gouvernement a toujours agi comme s'il se considérait en possession d'un droit secret de conscription sur l'épargne du pays. Et les banques n'ont jamais cherché à lui résister. Ainsi en 1912, M. Poincaré parlait à la tribune de la Chambre de l'emploi convergent que l'on doit faire du pouvoir militaire et naval de la France et de son pouvoir financier. Et le point de vue des banquiers est clairement exprimé dans le rapport du Comptoir National d'Escompte pour l'année 1910 :

« Dans le choix des valeurs offertes à notre clientèle, « nous nous efforçons en règle générale, non seulement « de chercher la sécurité des placements, mais de tenir « compte des vues de notre gouvernement et des avantages « économiques et politiques qui peuvent être obtenus « par la France à l'aide d'emprunts accordés à d'autres « pays ».

Par avantages économiques, allusion est sans doute faite, en plus des avantages douaniers généralement limités par la clause de la nation la plus favorisée, aux contrats à accorder à des industries nationales, souvent placés comme conditions sine qua non de l'autorisation de l'emprunt. Nous n'avons pas été les seuls à employer cette méthode. Naturellement, en règle générale, ces contrats servaient d'instrument dans les négociations et pouvaient être consentis par les pays emprunteurs en échange de concessions

sur le taux de l'emprunt ou ses garanties. En dernière analyse, le bénéfice pour l'ensemble de la nation n'en était point diminué, mais le système revenait à assurer des profits à certaines industries, particulièrement à celle de l'acier, aux dépens des petits épargnants français. Toutes les considérations qu'on peut introduire, concernant la prospérité qui en résulte et le bénéfice final que les épargnants en tiraient en dernier ressort, ont fortement l'aspect de sophismes destinés à cacher un fait trop simple.

Par avantages politiques, s'entend tout le système de traités qui constituaient l'équilibre ou plutôt le déséquilibre européen d'avant-guerre. Nous ne prétendons pas par là que les emprunts consentis par le marché français, pour avoir été accordés à des gouvernements, n'ont point servi en fin de compte le développement économique du monde. Mais moins complètement qu'ils ne l'eussent fait s'ils avaient été placés directement dans des entreprises. Sans doute la Russie a construit un réseau de chemins de fer, mais quelle part en était stratégique et quelle part purement économique ? et quelle portion des capitaux prêtés fut vraiment employée à développer l'économie russe ?

Du reste le cas russe est particulièrement intéressant. Le premier emprunt en France fut émis en 1887 après que Bismarck eût tenté de couper les vivres à la Russie pour la forcer à des concessions politiques (la France n'était pas la seule à associer politique et finances). Les sympathies russes n'avaient aucune raison d'aller à la France plutôt qu'à l'Allemagne, bien au contraire, car le rôle important de l'élément balte dans la politique russe, depuis le XVIII^e siècle, l'inclinait plutôt vers cette dernière, et, d'autre part, elle avait toutes raisons de ne pas s'attacher sentimentale-

ment à une démocratie libérale dont le régime lui répugnait. Notre or seul détermina l'orientation de sa politique. A partir de cette époque, et de plus en plus à mesure que l'Alliance se précise, nous devenons le banquier personnel des czars. Il semble qu'on leur ait ouvert un crédit à peu près illimité sur notre épargne, et qu'ils aient tiré sans vergogne chèque sur chèque. Comme jadis nos rois avaient loué des mercenaires suisses ou allemands, la République louait les armées russes pour le cas de guerre. Et le gouvernement russe le savait bien, qui s'efforçait d'obtenir le plus possible de nous ; 9 milliards-or en 26 ans sont un assez beau résultat. Le paradoxe consistait en ce que l'argent du bourgeois et du paysan radicaux servait à maintenir une autocratie pourrie, désuète et haïe. Quant à la sécurité des capitaux placés, elle était assez précaire malgré la garantie gouvernementale. On peut objecter qu'il était difficile de prévoir à ce moment une révolution et surtout une révolution qui impliquerait un changement de régime assez complet pour que, contre les plus saines traditions capitalistes, les dettes extérieures fussent répudiées. Mais était-ce vraiment impossible ? Le gouvernement français savait que le budget russe n'était jamais en équilibre, que la Cour était un tonneau des Danaïdes semblable, en plus grand, à la Cour de France au XVIII^e siècle, que notre argent servait à payer la police et à réprimer le mouvement libéral au moins autant qu'à développer le pays. Il ne pouvait ignorer la parole de Maxime Gorki, lors de l'emprunt de 1906, « tout citoyen français qui achète de cet emprunt se rend complice du meurtre organisé d'une nation entière ». Il ne pouvait pas non plus ignorer que ce même emprunt serait considéré comme illégal par la nation russe, puisqu'il n'était point ratifié par une Douma représentant réellement la nation. S'il

avait pu se faire des illusions à ce sujet, la majorité de la Douma dissoute s'était du reste chargée de les lui enlever. Dans un message qui fut soigneusement soustrait aux yeux du public français, en 1907, la Douma dissoute, composée en majorité de réformateurs modérés, les cadets ou constitutionnels démocrates, nous avertit qu'elle ne reconnaissait pas l'emprunt de 1906 ¹ et ne reconnaissait pas ceux qui le suivraient, s'ils n'étaient approuvés par une assemblée régulièrement élue et responsable, et entourés de garanties suffisantes quant à l'emploi des capitaux et à l'équilibre du budget.

Peut-être si l'on connaissait un peu mieux l'histoire de la Russie d'avant-guerre, serait-on porté à être moins sévère pour ses dirigeants actuels, et plus sévères pour les gouvernements et les banquiers français qui ont consenti des emprunts dans de semblables conditions. Sans doute peut-on objecter que dépenser 11,3 milliards n'était pas payer trop cher la présence des armées russes en Prusse Orientale en 1914 et la possibilité de la victoire de la Marne. Mais n'aurions-nous pas eu un allié plus fidèle en une monarchie libérale qu'en une autocratie qui haïssait toutes nos institutions ? Et nous étions en mesure d'imposer notre volonté, car aucun autre état en Europe, sauf l'Angleterre qui y était peu encline, ne pouvait suffisamment prêter à la Russie. Le plus drôle de l'affaire, c'est que la Russie non seulement nous empruntait à fonds perdus, mais encore prétendait nous dicter à qui d'autre nous devions prêter et à qui nous devions refuser, ainsi que le prouve une lettre de M. Bompard, ambassadeur à Constantinople lors des négociations avortées de 1912 pour un emprunt turc en France ².

1. Cf., Georges Michon. *L'alliance franco-russe*, chapitre IX.

2. Documents diplomatiques français 1871-1914, 3^{me} série vol. I. n° 279.

Le gouvernement français, par action directe ou indirecte, faisant pression sur la chambre des Agents de change et les banques, non moins que sur la presse, au besoin conseillant aux emprunteurs d'acheter les journaux, disposait réellement de l'épargne française pour son action politique, Et comme ces 9 milliards de titres gouvernementaux russes étaient répartis entre 1.600.000 porteurs, on voit que c'est la classe moyenne qui, dans ce cas encore, paya pour tout le monde. En Angleterre au contraire, (à en croire du moins sir Edward Grey), les banques étaient entièrement indépendantes du gouvernement. Non qu'il n'y eut point de liaisons, mais elles étaient purement individuelles et venaient de l'identité du haut personnel politique et du haut personnel bancaire. Quant aux avantages politiques tirés des prêts à l'étranger, pour être moins apparents, moins cyniques, moins francs aussi, que ceux réclamés par la France, ils n'en étaient pas moins grands, et l'importance prise par les capitaux anglais dans l'économie d'une nation parvenait à attacher très suffisamment cette nation à la fortune de l'Angleterre et de ses industries. Au besoin une révolution y pourvoyait.

Néanmoins la différence des deux systèmes était grande pour l'acheteur de valeurs étrangères. En Angleterre il était livré à lui même et n'avait aucun semblant de garantie de son propre gouvernement, il se décidait donc pour des raisons purement économiques, la politique suivait. En France le gouvernement semblait assumer un rôle de tuteur et dirigeait l'épargne hésitante vers les placements les plus recommandables. Qui pouvait penser à répartir les risques et à créer un organisme financier pour diversifier les placements, puisque les placements que l'on faisait ne couraient absolument aucun risque, en tant que choisis

par les soins paternels de nos gouvernants ? Diversifier et répartir, mais c'eût été courir après le risque !

A cette raison s'en ajoutait une autre, le système de distribution des titres dans le public français. Au-dessous d'une certaine fortune ce public se divise surtout en deux catégories : les clients des caisses d'épargne qui, de ci de là, se laissent entraîner à l'achat de titres de rente ou d'obligations municipales dans les bureaux de poste, ouvriers et paysans surtout ; les petits commerçants et employés qui ont un compte-courant dans un des grands établissements de crédit, et qui suivent les conseils de l'employé auquel ils sont habitués, ou s'ils paraissent de plus importants seigneurs, sont jugés dignes du directeur ou du sous-directeur de l'agence. A condition, que le placement ne paraisse pas trop risqué, la vente des titres est certaine. On sait le rôle qu'ont joué nos grands établissements de crédit dans la distribution des emprunts russes et les profits qu'ils en ont tirés. Nous avons vu qu'ils réussirent à les répartir dans 1.600.000 portefeuilles différents, et que les petits épargnants, leurs clients, furent les grandes victimes de l'affaire. Il n'y avait donc nulle place pour un investment trust qui aurait eu à choisir entre l'impopularité, si ses placements avaient été trop opposés aux habitudes du public, et l'absurdité s'ils s'y étaient conformés. En outre, dès qu'il se serait adressé à la clientèle des établissements de crédit, ceux-ci n'eussent sans doute pas été très difficiles sur les moyens de le couler, et on peut hasarder de dire, sans crainte d'être injuste, qu'une campagne de panique sur ses titres en aurait eu rapidement raison.

Une autre opposition très vive serait sans doute venue des banques d'affaires et peut-être la concurrence de la nouvelle institution aurait elle été encore

plus sérieuse à leur égard. En effet la puissance d'une banque de cet ordre est essentiellement fonction de la clientèle sur quoi elle peut compter, et les fonds dont elle dispose personnellement sont incomparables à ceux dont elle a la disposition virtuelle grâce à cette clientèle, dont elle gère plus ou moins directement le portefeuille. On comprend dès lors qu'elle ait tendance à voir sans excès de faveur la constitution d'un type de sociétés qui, si elles réussissaient à atteindre leur but, parviendraient précisément à restreindre, sinon à supprimer, cette clientèle indispensable. A cet argument on peut faire une facile objection ; elles auraient pu fonder elles-mêmes des sociétés de placements. Mais, à tort ou à raison, elles ont probablement considéré qu'il y avait une responsabilité plus grande pour elles en cas d'échec, et qu'on leur en voudrait plus de la faillite d'un investment trust, qu'elles auraient patronné, que d'erreurs plus ou moins fréquentes dans leurs conseils de placements.

Ainsi les conditions du marché français, en tenant compte et du caractère des épargnants, et du rôle du gouvernement, et de la forme du système bancaire de distribution, étaient toutes défavorables à la création d'investment trusts. On ne doit donc pas s'étonner qu'il ne s'en soit pas fondé. Par plus d'un aspect, il est vrai, les grands établissements de crédit et les banques d'affaires, avec leurs énormes portefeuilles largement diversifiés, étaient eux-mêmes des sociétés de placements. Leurs titres représentaient une part de leur portefeuille, aussi bien qu'une action d'investment trust représentait une part du portefeuille de cette société. Toutefois, ils n'offrent pas les mêmes avantages pour les épargnants qu'un investment trust bien géré. Les risques que nous avons signalés dans la liaison des sociétés de placements et des banques d'affaires

sont multipliés ici, où il n'y a pas même de séparation nominale. En outre les titres ne subissent pas seulement les risques du placement mais aussi les risques de l'entreprise bancaire en tant que telle ; et il vaut assurément mieux que ces deux éléments soient séparés.

Malgré les différences qui existent entre les marchés bancaires français et allemand, on trouverait entre eux des analogies suffisantes pour expliquer que les sociétés de placements n'aient pas plus vu le jour en Allemagne qu'en France. Le haut prix de l'argent sur le marché allemand ajoutait encore à la difficulté de créer là-bas des sociétés de ce type. La Suisse et la Belgique en virent naître au contraire un certain nombre, mais nulle part en Europe continentale le mouvement ne prit une ampleur considérable.

Ces éléments, en France du moins, se sont-ils modifiés ? ces obstacles ont-ils été levés ? Il ne nous paraît pas que les changements aient été très importants en ce qui concerne la structure du marché bancaire. Les établissements de crédit ont eu cette chance extraordinaire que les dimensions de la catastrophe survenue à l'épargne française aient été telles qu'on ne pût songer à leur attribuer même la part de responsabilité qu'ils ont eue en réalité. Le porteur français d'emprunts russes n'en a pas voulu au Crédit Lyonnais de lui avoir vendu ces titres avant la guerre, soit qu'il ait trouvé dans le nouveau gouvernement russe un bouc émissaire plus à sa portée, soit qu'il n'ait même pas su que cet établissement avait touché sur les titres d'Etat une commission excessive et avait répandu les titres industriels malgré les instructions du gouvernement français. Le nombre de ces établissements de crédit s'est accru et l'on a constaté récemment qu'ils jouaient un tel rôle dans

l'économie nationale que l'Etat se voyait contraint de les renflouer sans conditions, ou presque, lorsqu'ils se trouvaient en difficulté. Les banques d'affaires, à part deux exceptions malheureuses, n'ont pas songé à créer en France des sociétés de placements. Pourtant malgré ces éléments défavorables, un ministre a déposé sur le bureau de la chambre un projet de loi destiné à rendre possible la création de ce genre de société.

Ce qui s'est considérablement modifié c'est, à défaut de la psychologie profonde de l'épargnant, la difficulté que celui-ci éprouve à effectuer des placements. Le petit capitaliste français fut en moyenne très atteint par les vicissitudes d'après-guerre. Son portefeuille, amputé à peu près complètement des fonds russes, turcs et des Empires Centraux, a subi à plein les effets de l'inflation, et, si les valeurs étrangères y ont été introduites, ce ne fut en général qu'au voisinage des plus hauts cours, et sans qu'elles aient été revendues à temps. Il se retrouve donc aujourd'hui avec une fortune-or très diminuée, mais avec la conscience qu'il est très difficile de garder intact le produit de son épargne.

Les questions économiques, réservées avant la guerre à un cénacle d'initiés, sont aujourd'hui mises à la portée de tous, ou du moins leur vulgarisation. La difficulté de faire un placement, dont seuls naguère se rendaient compte les spécialistes, apparaît maintenant clairement à chacun. Du reste cette difficulté s'est considérablement accrue. Les valeurs à revenu fixe font désormais courir presque à tout coup le risque jadis très rare de la chute de la monnaie, et personne n'ignore plus ce risque, puisque successivement toutes les grandes monnaies mondiales ont servi de refuge contre lui, et ont ensuite succombé. Les valeurs à revenu

variable, au contraire, échappent théoriquement à ce danger, encore que l'expérience ait prouvé, dans tous les cas, que leurs cours gardent un retard notable sur le mouvement des changes. Mais elles sont exposées à d'autres risques aussi sévères. Surtout celui qui est actuellement, et pour cause, présent à tous les esprits, le risque de la crise économique et d'une chute des prix qui supprime tout revenu, lorsqu'elle n'entraîne pas d'atteinte au capital. Et n'y a-t-il pas une théorie actuelle qui prétend que le capital se dévore lui-même et qu'à peine investi dans une entreprise il perd, de ce fait même, et par son immobilisation, une partie importante de sa valeur ? N'y a-t-il pas, avec l'extrême rapidité des inventions nouvelles, et le vieillissement prématuré des industries nées de la veille, pour les capitaux, un véritable équivalent du chômage technologique ? La conscience de ce faisceau de difficultés existe chez tout capitaliste. De là vient sans doute la tendance profonde à la thésaurisation, que l'on rencontre un peu partout aujourd'hui. Peut-être un accueil favorable pourrait-il être fait à une institution qui se donnerait pour but d'organiser statistiquement, scientifiquement, rationnellement, les placements de capitaux, à condition toutefois que ne fût pas faite une excessive publicité à un article paru récemment dans la revue *Econometrica* sous le titre « *Can forecasters forecast ?* » où l'auteur établissait que le hasard donnait pour les placements un résultat d'ensemble un tout petit peu moins défavorable que celui qu'on eût obtenu en suivant les avis de vingt des meilleurs conseils américains.

Pourtant, même en éliminant cette objection, l'investment trust ne peut se développer très facilement. L'inconvénient de ce genre de société consiste en ce que, techniquement, pour réussir, il lui faut se constituer aux environs

des plus bas cours, et de préférence en pleine dépression, avant que soit atteint le niveau le plus bas, de façon à pouvoir profiter de la hausse éventuelle tant qu'elle sera saine et à se retirer du marché dès qu'elle deviendra excessive. Mais cette chance technique de réussite est liée à des conditions qui doivent entraîner un échec dans son appel au public. Tant qu'il n'est pas entré dans les mœurs financières d'un pays, le trust, pour parvenir à se faire une clientèle, doit donner une large publicité à sa propre réussite boursière, et offrir aussi ses titres à une époque où le public n'est pas trop opposé aux placements de bourse. Or, la fin d'une baisse est le moment le plus défavorable en ce qui concerne la psychologie collective. Les deux conditions de réussite, l'une technique, l'autre psychologique, sont donc contradictoires.

Une société de placements, pour avoir des chances de succès, devrait se fonder en période de dépression comme une sorte de coopérative de placements, formée entre capitalistes qui se connaissent, et ne mettre ses titres sur le marché qu'une fois prouvée la valeur de sa gestion. Peut-être alors la constatation qu'elle a fait mieux que la moyenne suffira-t-elle à entraîner des adhésions nombreuses. Mais il n'en reste pas moins que, si elle parvenait à gagner la faveur du public, et sans doute dans la mesure précisément où elle le ferait, elle porterait ombrage à des institutions assez puissantes pour la combattre et l'abattre. Dans les conditions actuelles, l'investment trust ne saurait se développer en France que dans la mesure où il serait sûr de bénéficier, sinon de l'appui, au moins de la neutralité bienveillante des banques d'affaires et des établissements de crédit. A quelles conditions cette neutralité pourrait-elle être obtenue ? Ces conditions ne risqueraient-elles pas

d'être ruineuses pour la société naissante ? Problème difficile qui ne manquerait pas de se poser pour l'administration de toute société de placements qui voudrait pénétrer sur le marché français. La solution proposée tout à l'heure à la contradiction des conditions technique et psychologique du succès éventuel d'une société de placements conviendrait aussi à cette nouvelle difficulté : fonder une société quasi-coopérative et ne la lancer dans le public que lorsque l'acquit serait suffisant et la situation assez forte pour résister à des attaques concertées. Tout dépendrait alors de l'habileté technique et du tact des dirigeants dans leurs relations avec des entreprises concurrentes. Une autre solution serait la création par les banques d'affaires elles-mêmes de sociétés de cet ordre, et rien n'empêcherait les établissements de crédit de les concurrencer sur leur propre terrain en fondant quelque chose d'analogue aux « Uniform Funds » créés par les Trust Companies américaines.

Il ne faut en tout cas pas se dissimuler que l'investment trust, excellent en principe, n'a que très peu de chances de se développer en France avec quelque ampleur. Néanmoins, puisqu'il en est question, il nous faut maintenant examiner s'il y a lieu de le réglementer, et dans quelle mesure.

CHAPITRE VIII

LA LÉGISLATION DES INVESTMENT TRUSTS

Comme à tous les problèmes qui touchent à la réglementation par l'Etat de l'activité économique, on peut ici proposer plusieurs solutions. En ce qui concerne le marché français, le législateur qui désirerait favoriser le développement de ce type de sociétés devrait aborder successivement deux ordres de questions. Dans le premier domaine, purement fiscal, il faudrait qu'il fût preuve d'une grande libéralité vis-à-vis des investment trusts; dans le second, relevant de la législation sur les sociétés anonymes, il lui faudrait aborder le problème de la réglementation des sociétés de placements.

La question fiscale dont la résolution est une condition sine qua non de la création d'investment trusts en France doit être d'abord examinée. Elle revêt deux aspects, dont l'un surtout est capital, le problème de la double imposition. L'investment trust est un organisme de placement, destiné à procurer à ses porteurs un revenu de capital et non un profit d'entreprise. Mais, en sa qualité de société anonyme, il a une personnalité distincte de celle de ses actionnaires. Cette personne morale, en tant qu'elle possède un portefeuille, paye sur les coupons et intérêts qu'il lui procure

tous les impôts sur le revenu des valeurs mobilières. A leur tour, les actionnaires, sous la législation présente du moins, lorsque la société répartit des dividendes, payent l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, sur le montant des coupons qu'ils encaissent. Donc double perception sur ce qui n'est qu'un même revenu, et une amputation capable de compenser pour une grande part l'avantage attaché à la meilleure gestion de la société. Le Ministère Tardieu a déposé le 14 novembre sur le bureau de la Chambre des Députés un projet de loi qui remédie à cet inconvénient.

L'art. 2 (cf. annexe 1) prévoit que les sociétés, qui se conformeront à cette loi, verront les intérêts et dividendes qu'elles distribuent échapper à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dans la mesure où il sera justifié du paiement antérieur de cet impôt, c'est-à-dire dans la mesure où les fonds distribués proviendront des revenus des valeurs en portefeuille. Il semble donc que les pouvoirs publics soient prêts, à cet égard, à accorder aux sociétés de placements le droit à la vie.

Autre question importante, celle du traitement fiscal des profits réalisés sur la vente de titres du portefeuille. La législation des Etats-Unis avait à cet égard une position très nette. Les capitalistes qui spéculaient à la Bourse devaient inclure leurs profits dans leur déclaration d'impôt global sur le revenu, et ils étaient autorisés à déduire leurs pertes. C'est ainsi que, de la meilleure foi du monde, des individus très riches ont pu faire disparaître entièrement leur revenu dans les années de crise en réalisant la perte sur portefeuille exactement nécessaire à compenser leur sources de revenu positif. Vendant un jour et rachetant le lendemain, ne sacrifiant que le courtage, on parvenait à supprimer le paiement de tout impôt. Ce système est aussi

injustifié au point de vue théorique qu'au point de vue pratique. Théoriquement il est inadmissible de consacrer la spéculation source normale de revenu, pratiquement on aboutit à gonfler démesurément le rapport de l'impôt en période de prospérité, alors qu'on n'en a pas besoin, et à le diminuer inconsiderablement en période de dépression, lorsque le Trésor se trouve aux abois. En tout cas le développement des investment trusts n'en a point été gêné, parce que, avant la crise, les profits étaient si grands qu'il n'était guère pénible d'en donner sa part au fisc, et aussi parce que la quotité des impôts était relativement faible. Quelle serait l'attitude du fisc français à cet égard ? On sait que, pour un capitaliste, les pertes sur vente de titres de son portefeuille ne viennent pas en déduction des revenus recueillis d'autre part ; par un principe conforme les gains réalisés ne viennent pas s'ajouter à son revenu global. Il n'en est autrement que si ce capitaliste « fait métier » de spéculer en Bourse. Par ce biais du reste le fisc s'est toujours efforcé de faire rentrer parmi les gens de métier les capitalistes qui spéculent de façon continue à la Bourse. L'administration des Contributions Directes soutenait que « lorsqu'un particulier se livre à titre habituel à des achats et ventes de titres, ou à toutes autres opérations sur les valeurs en vue de faire fructifier par ce moyen ses capitaux mobiliers, les bénéfices en résultant doivent être considérés comme un élément du revenu global de ce contribuable ». (Réponse du Ministre du Budget à la question écrite n° 3.576 posée par M. Gratien, député, J.O. du 5 mai 1929, Chambre, débats, p. 1.625). Il n'en résultait du reste nullement que les pertes pussent être déduites des autres sources de revenu. Par un tout récent arrêt, en date du 27 octobre 1933, le Conseil d'Etat a rejeté cette thèse. Etant donné les espèces,

particulièrement favorables à l'administration, importance des opérations, leur fréquence, reconnue par le contribuable, leur caractère indiscutablement spéculatif, l'arrêt est probablement appelé à faire jurisprudence en la matière¹. Mais l'investment trust ne tomberait-il pas néanmoins sous la coupe du fisc ? En droit la question peut se discuter. En effet le trust ne fait pas métier de spéculer. Par son principe même il est substitué aux lieu et place du capitaliste pour la gestion du portefeuille de celui-ci, et devrait donc jouir logiquement du même régime juridique que ce capitaliste. Qu'il soit une société de finances ne change rien à son rôle. Les interdictions dont il est l'objet à l'art. 1, 1°, § 3, du projet de loi Tardieu en sont la preuve indiscutable aucune activité ne leur est permise, qui ne corresponde à la pure gestion de leur portefeuille.

En fait, il est certain que le fisc français, fidèle à ses habitudes, à moins d'une clause formelle de la loi, considérerait les profits réalisés sur vente de titres comme une proie facile. Et, si l'on portait la question devant les tribunaux, la solution qui interviendrait n'est point du tout certaine. Les sociétés qui se fonderaient dans ces conditions courraient un risque assez considérable. L'objection a perdu de sa force depuis la loi du 30 décembre 1928, dont l'art. 3 prévoit que le déficit d'exploitation d'une entreprise peut être encore porté en déduction des profits des trois exercices suivant celui où ce déficit a été encouru. Il est vrai que, en ce qui concerne les Sociétés de placements, le fisc se souviendrait peut-être alors qu'elles doivent être assimilées à un simple capitaliste gérant son portefeuille, et que ce n'est pas une entreprise tombant sous le coup de

1. Cf. articles divers dans la presse et particulièrement un commentaire de R. et J. Lefebvre dans « *La situation Economique et Financière* ».

cette loi. Dès lors l'investment trust, sans précisions plus grandes du législateur, risque de devoir toujours ajouter ses profits et de ne jamais pouvoir déduire ses pertes. Et les désavantages fiscaux qu'il aurait à cet égard par rapport au simple capitaliste seraient de nature à entraver grandement le développement de ce genre de sociétés en France.

Une fois ces réformes fiscales accomplies, et quelques autres questions de détail résolues, telle que, par exemple, la nature du profit obtenu par le rachat par une société de ses propres obligations à un cours avantageux, la création de sociétés de placements régies par la loi française cesserait d'être impossible. Du même coup se poserait la question de la réglementation légale à leur imposer. Ce second problème est infiniment plus complexe. Tous les systèmes sont possibles depuis le libéralisme le plus complet jusqu'à la législation la plus stricte. Et aucun n'est parfait. Les Trust Companies britanniques se sont développées en pleine liberté et leur succès repose sur une tradition extrêmement rigide, acquise à la suite de la crise de 1890, sans aucune intervention de l'Etat. Nous avons vu qu'aux U.S.A. la diversité de la législation des différents Etats de l'Union, qui va de la prohibition complète aux licences les plus extrêmes, a permis aux investment trusts de se placer sous les juridictions les plus libérales, puisque, sur 20 sociétés prises au hasard, 18 dépendent des Etats de Delaware et de Maryland, tandis que la même proportion des trusts étudiés par l'Attorney Général de l'Etat de New-York exercent leur activité dans les Etats à « Blue Sky Laws » (New-York, New-Jersey, Massachusetts, Pensylvanie, Illinois). La législation spéciale des investment trusts aux U.S.A., prohibitive ou inexistante, n'est pas une

source très intéressante de renseignements. Les seuls éléments importants à cet égard sont les règlements édictés par le New-York Stock Exchange à l'usage des sociétés de placements qui demandent leur inscription à la cote. Ces règlements se sont peu à peu édifiés, au fur et à mesure que le prolongement de la crise et son aggravation découvriraient les dangers inhérents à ce genre de société. Le règlement définitif, mis à jour en date d'avril 1931 et l'exposé de motifs qui l'accompagne peuvent être considérés comme le type même de la réglementation stricte, étudiant les divers problèmes jusque dans leurs détails les plus minimes. Afin d'éviter des doubles emplois nous avons cru bon de reproduire en annexes d'une part le projet de loi Tardieu (annexe 1), puis le règlement en question du N.Y.S.E. et son commentaire officiel. Nous nous bornerons dans ce chapitre à étudier le projet français en fonction de l'expérience américaine, telle qu'elle apparaît dans l'ensemble des chapitres précédents et dans sa cristallisation, le règlement du N.Y.S.E.

Il est d'abord évident que le projet de loi Tardieu, rédigé dans le courant de l'année 1930, est en grande partie une démarcation du règlement édicté à New-York en 1929 et modifié en mars 1930 par le Comité de cotation des titres. Ce projet est toutefois plus strict encore dans les principes, ajoutant aux conditions imposées par les Américains d'assez sévères limitations de l'activité sociale.

Parmi les dangers que notre étude a reconnus pour les investment trusts, les plus graves sont ceux qui se rattachent à la confusion entre les sociétés de ce type et les sociétés d'un type voisin telles que holding ou trading companies. Nous avons reconnu que seules devraient avoir le droit de porter le nom « d'investment trust » les

sociétés qui se bornent à gérer un portefeuille, à l'exclusion de celles qui cherchent à spéculer sur le marché (trading company). Au nombre des conditions mises par le N.Y.S.E. à la cotation des titres d'investment trust, nous rencontrons la suivante : « Le Comité considère comme entrant dans cette catégorie les sociétés dont le but principal est le placement et le réinvestissement dans les titres d'autres sociétés afin d'obtenir un revenu et des profits ». La règle n'est pas absolument stricte, et c'est de propos délibéré. Les spécialistes américains avaient soigneusement étudié l'expérience britannique, et ils savaient que les sociétés anglaises prenaient assez souvent, pour une portion minime de leurs ressources, des participations dans les syndicats de placement des titres. C'est afin, sans doute, de laisser ouverte cette possibilité pour les sociétés américaines que le règlement joint au mot « objet » le qualificatif « principal ». Le projet français est au contraire formel et exclusif. Ne pourront faire appel au public sous le nom de « société de placements » que les sociétés qui auront pour objet « unique » la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières (art. 1, 1^o § 1). Toutes autres opérations financières, industrielles ou commerciales leur seront interdites (§ 3). Peut-être cette mesure est-elle judicieuse, et les chances de profit qu'on supprime en interdisant une activité connexe, même réduite, sont-elles amplement compensées par les risques très réels qu'on élimine tels que bourrage du portefeuille avec des titres invendables possédés antérieurement par la société créatrice, positions spéculatives prises inconsidérément... C'est à ces craintes aussi que se rapporte la disposition de l'art. 1^{er}, 5^o § 2, qui interdit aux sociétés de placements l'acquisition des titres de sociétés qui n'auraient pas établi au moins trois bilans annuels. Plus

nettement encore ici, il s'agit d'empêcher que, par la complaisance des administrateurs du trust envers les administrateurs de l'autre société (et souvent ce sont les mêmes, Maîtres Jacques de la finance) le portefeuille se charge de titres insuffisamment fondés, ou même simplement, sans faire intervenir une fautive complaisance, d'éviter la tentation de jeu attachée aux sociétés de cet ordre, où l'on peut beaucoup gagner ou tout perdre. Or le trust n'est pas destiné à faire des gains excessifs et risqués, mais des gains moyens et à peu près sûrs dans l'ensemble. La chute verticale de certaines grandes sociétés américaines, dès 1929, tient sans aucun doute à la présence dans leur portefeuille de valeurs très hasardeuses et souvent nouvelles que leur avait vendues leur maison-mère (Goldman Sachs).

La composition du capital est strictement réglementée dans le projet français. D'abord quant à l'importance. Le capital minimum est fixé à 100 millions de francs, soit au pair à 4 millions de dollars. Les règlements du Stock Exchange n'étaient pas aussi précis, ils se contentaient d'exiger que le montant du capital fût suffisant pour l'objet de la société ? A la vérité nous avons cru constater que les trusts les plus heureux dans la crise avaient des dimensions supérieures. Sur les sept sociétés qui ont constamment mieux réussi que la moyenne du groupe, trois ont un capital de 10 millions de dollars environ, trois en ont un compris entre 15 et 30 millions, un atteint 100 millions. Il paraît donc bien qu'une dimension minima doit être fixée, et que seules les possibilités de placement et de surveillance du portefeuille doivent fournir une limite maxima. Un minimum de 100 millions de francs paraît une somme raisonnable pour le marché français. Il est toutefois probable que 200 ou 250 millions donneraient de meilleurs résultats, si l'on

pouvait placer dans le public un montant de titres aussi élevé.

D'autre part le capital doit se composer d'actions ordinaires et éventuellement d'obligations, à l'exclusion de toute action privilégiée. Cette mesure est prise sans doute afin d'éviter de donner un caractère spéculatif aux titres des sociétés de placements, nous avons vu les erreurs commises par les trusts américains à cet égard. Elle n'est pas néanmoins très justifiée. En effet les trusts britanniques ont prospéré avec 25 % d'actions ordinaires, 25 % d'actions privilégiées, 50 % d'obligations, grâce au taux très réduit de l'argent à long terme sur le marché de Londres. Etant donné le prix habituellement élevé de l'argent sur le marché de Paris, il ne semble pas que les sociétés françaises aient grand intérêt à émettre des obligations. Ce qui importe, c'est moins la composition du capital que le rapport des compositions du capital et du portefeuille. Or rien n'oblige une société française qui, conformément au projet de loi, aurait émis 25 % d'obligations à en faire figurer le même pourcentage dans son portefeuille. Si elle place entièrement en actions ordinaires, le facteur-levier existe, sans toutefois pouvoir atteindre des proportions catastrophiques (une baisse de 50 % du portefeuille entraîne néanmoins une dépréciation de 66 % pour l'action ordinaire). A notre avis il faudrait donc supprimer cette limitation, ou mieux la compléter par une clause de limitation du même ordre relative à la composition du portefeuille¹. Nous verrions au contraire sans déplaisir apporter des modifications à la clause (art. 1^{er}, 1^o, § 2) qui interdit à la société d'acheter des immeubles de rapport dans une proportion supérieure

1. Cette seconde solution est préférable afin d'éviter le contrôle de la société par des intérêts minoritaires.

à 5 % de ses ressources. Les assurances, qui sont elles aussi des sociétés de placements, n'ont-elles pas pu en réévaluant l'élément immobilier de leur portefeuille compenser en partie leurs pertes consécutives à l'inflation ? Il est évidemment fâcheux qu'un investment trust se transforme en instrument de spéculation immobilière, comme l'ont fait certaines sociétés américaines (Manhattan Dearborn C°), mais y aurait-il un inconvénient sérieux à ce qu'il possédât, répartis dans le monde, des immeubles de rapport jusqu'à concurrence de 10 ou 15 % de ses ressources ?

Deux clauses au contraire semblent très saines. Celle qui limite le pourcentage à placer dans une seule affaire, de façon à éviter que la société s'engage excessivement sur un seul risque, et celle qui vise à interdire la transformation de la société de placement en holding, ce qui avait été l'une des grandes fautes du mouvement américain ; le projet de loi interdit au trust de posséder plus de 1/20 des droits de vote dans une société, ce qui paraît suffisant pour empêcher les abus. Toutefois la proportion de 5 % peut paraître un peu forte, et il y aurait eu avantage ainsi que l'ont fait certaines sociétés américaines à choisir le chiffre de 2 ou 3 %.

Il est curieux que le projet français n'ait prévu la réglementation des placements ni au point de vue industriel ni au point de vue géographique. Rien n'empêche en principe un trust fondé sous ses auspices de se borner à investir dans une seule industrie. Sans doute, en fait, il y serait peu incité, car c'est le plus souvent un dessein de contrôle qui avait conduit les financiers américains à cette formule. Mais le danger existe néanmoins et limiter à 5 ou 10 % les placements dans une seule industrie permettrait de le supprimer. Quant à la diversification géographique, elle n'est pas moins nécessaire. Pendant la période actuelle,

par suite du très petit nombre de pays demeurés favorables en matière de placements, une limite de cet ordre pourrait être gênante. Mais à condition qu'elle soit assez large et que l'on fixe à 20 ou 25 % ce maximum pour les grands pays industriels et à un chiffre moindre pour les colonies et pays secondaires, l'action du trust ne saurait en être gênée. Sans doute la société pourrait se fixer à elle-même ces limites dans ses statuts ; mais il n'y a guère de milieu concevable, ou bien l'Etat se contente de donner des principes généraux, ou bien il prétend réglementer dans le détail. S'il se résout à suivre ce deuxième parti, il lui faut imposer toutes les règles de saine gestion et non pas quelques unes seulement, sous peine de donner au public l'illusion qu'il est protégé contre toutes les erreurs possibles, alors qu'il ne l'est que contre certaines d'entre elles.

Une autre règle importante a trait à l'administration des sociétés. Elle interdit d'attribuer la gestion à forfait, ce qui se justifie par la nécessité de maintenir une communauté d'intérêts entre la société et ses administrateurs. Il faut évidemment prendre les mots « à forfait » (art. 1^{er} 6^o), dans leur sens strict, car aucune raison valable ne s'oppose à la gestion du trust par une firme spécialisée rémunérée seulement en proportion de la valeur de l'actif ou du montant des profits, c'est-à-dire en fonction de l'habileté dont elle a fait preuve. Dans la mesure ou un contrat de cet ordre respecterait la dernière clause de l'art. 1^{er}, 6^o, à savoir que les frais de gestion ne doivent pas dépasser 1 % du capital social et des réserves, aucun argument ne permet de l'interdire. Nous avons d'ailleurs constaté que les trusts de dimensions moyennes, et ce serait le cas des sociétés françaises, avaient deux moyens de gérer convenablement leur portefeuille, ou bien de le gérer eux-mêmes en utilisant

les services de firmes d'étude du marché économique et financier, ou bien de le faire gérer par une firme spécialisée. Sur les sept sociétés les plus heureuses aux U.S.A., une seule gère elle-même son portefeuille, et elle est en relations avec deux fortes banques d'affaires internationales (Lehman Bros et Lazard Bros) dont elle utilise certainement les services d'information financière. Une seule société est gérée par une banque, la Lehman Corporation par Lehman Bros, et c'est la seule également où la rémunération des gérants soit prévue sous la forme d'un pourcentage des profits nets. Les cinq autres sociétés sont gérées par des firmes spécialisées et trois d'entre elles par la même firme, la National Investors Corporation, sous la surveillance et la responsabilité de leurs administrateurs propres. La rémunération des services de gestion est représentée par un pourcentage qui ne dépasse en aucun cas 0,75 % du portefeuille pris à sa valeur moyenne pendant l'exercice. Les faits seraient donc plutôt en faveur de la gestion par des spécialistes, rémunérés, de façon ou d'autre, proportionnellement aux résultats. Quant à la limite de 1 % du capital et des réserves imposée aux frais de gestion par le projet de loi, il faut certainement l'interpréter comme signifiant qu'ils ne doivent pas dépasser 1 % de l'actif net du trust. Le projet, dans un excès d'optimisme, dû sans doute à son origine, n'a prévu que le cas où des réserves, viendraient s'ajouter au capital et non le cas inverse. Même en tenant compte de la difficulté de comprimer les frais généraux proportionnellement à la baisse de l'actif en période de crise, la limite est raisonnable, puisque le coût de gestion des trusts britanniques est de 0,5 % environ et que, malgré une chute de plus de 60 % de leur actif net depuis 1929, les sociétés américaines étudiées

parviennent à ne dépenser en moyenne que 1,14 % pour leurs frais de gestion, pourcentage encore réductible d'ailleurs selon les critiques américains.

Les responsabilités et devoirs accrus des commissaires aux comptes (art. 1^{er}, 8^o) correspondent exactement aux exigences américaines à cet égard. On pourrait avantageusement y ajouter l'obligation pour la société de faire connaître les liaisons financières de ses administrateurs et directeurs, afin que ne puissent être suspectés ni leur indépendance ni leur souci des intérêts du trust.

En ce qui concerne les dividendes, la règle imposée dans le projet est excellente. Elle consiste (art. 1^{er}, 4^o) à ne distribuer que ce qui correspond aux revenus du portefeuille, déduction faite des frais de gestion, tant du moins que les réserves ne seront pas venues doubler le capital. Il s'agit de contraindre les sociétés à se constituer un matelas suffisant pour amortir des pertes éventuelles. Peut-être toutefois des réserves égales à 50 % du capital auraient-elles été suffisantes. Le trust ne doit pas être une entreprise d'accroissement du capital, mais bien de conservation de celui-ci et de distribution d'intérêt. Au taux prévu par le projet, une fois évanouie l'ère de la prospérité, il est à craindre que les réserves mettent deux ou trois générations avant de s'élever au montant du capital. Un autre point mériterait d'être éclairci. Le problème s'est posé pour les sociétés américaines de la distribution ou de la suppression du dividende des actions ordinaires lorsque le capital se trouvait entamé par les pertes réalisées ou non sur les placements. Le N.Y.S.E., se conformant à la coutume anglaise, et se fondant sur la nature de l'investment trust qui, destiné aux épargnants, doit leur assurer une stabilité suffisante du revenu, a autorisé le paiement de dividendes

dans ces conditions, pourvu que demeuraissent suffisantes les garanties des capitaux privilégiés, et que la nature du dividende fût nettement indiquée aux porteurs. Quelle attitude serait permise aux sociétés françaises dans de telles circonstances, et la distribution d'un dividende ne serait-elle pas alors plus ou moins assimilée à celle d'un dividende fictif ?

Dans les rapports avec les actionnaires et le public, le règlement américain et le projet de loi Tardieu s'accordent pour attacher une extrême importance à la publication intégrale de la liste du portefeuille. La question est discutable et les arguments dans les deux sens s'équilibrent assez bien. Les sociétés anglaises n'ont jamais publié les valeurs qu'elles détiennent, et leur gestion n'en a pas profité pour se livrer à des manœuvres dolosives. Aux U.S.A. la plupart des trusts ont jugé plus expédient, une fois la crise venue, de faire connaître au public la liste intégrale de leurs titres, d'autant plus que leurs actions propres se vendaient en général au-dessous de leur valeur d'actif net. Les règlements de N.Y.S.E. sont très stricts à cet égard. Il faut que soient indiqués nommément et numériquement tous les titres possédés, qu'ils soient portés au prix d'achat, et que soit également donnée leur valeur au cours du jour de clôture de l'exercice, estimée d'après les cours de bourse, s'ils sont cotés, ou, à défaut, en fonction d'éléments raisonnables dont justification doit être donnée en note. Les sociétés américaines, autant que nous ayons pu juger par les paroles que nous avons entendu prononcer par leurs directeurs, se sont pliées à cette règle sans protester. Elles ont simplement obtenu l'insertion de la clause qui les autorise à faire entrer 10 % au plus de ce portefeuille sous la rubrique globale « placements divers », afin que ne soient

pas divulguées les opérations en cours. Là en effet se trouve l'objection la plus grave à la publicité du portefeuille, celle que font toujours valoir les chefs des sociétés britanniques, le danger de découvrir le secret des ventes et des achats du trust avant leur achèvement, et de risquer ainsi de gêner ses opérations. Le projet de loi prévoit un autre moyen d'éviter cet inconvénient. Il laisse un délai de trois mois après la clôture de l'exercice pour publier la liste intégrale. Nous croyons personnellement que mieux vaut imposer la publication immédiate de 90 % que celle de 100 % dans un délai de trois mois, pendant lesquels une direction de mauvaise foi pourrait changer complètement la composition du portefeuille. En tout cas, si l'on peut concevoir qu'on fasse confiance à la gestion et qu'on n'exige pas la publication de la liste, ou bien qu'au contraire on lui impose cette publication, un moyen terme nous paraît néfaste, celui qui consiste à publier les noms des valeurs en portefeuille sans en indiquer le nombre ou le montant. L'expérience américaine montre que, neuf fois sur dix, les sociétés qui ont eu recours à ce procédé s'en sont servi pour une quasi-escroquerie, une seule action de 50 ou 60 valeurs de premier ordre servant simplement de paravent à de grosses participations dans des affaires ruineuses¹.

Le projet de loi Tardieu, pour cette publication et celles du bilan et du compte de profits et pertes, exige l'insertion au bulletin des annonces légales, dans le dessein de permettre la diffusion dans le public des renseignements nécessaires pour connaître la marche de la société. Toutefois le nombre de lecteurs du bulletin est assez restreint, et il aurait sans doute mieux valu prévoir la reproduction obli-

1. Cf. ci-dessus, Chapitre II p. 27

gatoire de ces annonces dans les différents journaux financiers et d'information. C'eût été un plus sûr moyen d'atteindre tous les porteurs éventuels. Et aussi, les prescriptions ne sont pas d'une précision extrême dans le projet de loi. A mesure que la crise se développait, le Stock Exchange s'apercevait que les règles qu'il imposait étaient facilement tournées par des méthodes fallacieuses de comptabilité. « Quelque forme que l'on adopte dans les comptes-rendus d'activité de la société, il est évident que les rapports ne vaudront que ce que vaudront les méthodes comptables qui ont servi à les établir ». D'où toute une série de recommandations sur la manière de rendre compte des profits ou pertes réalisés, sur la manière de les calculer (le prix de revient devant être le prix d'achat moyen), sur la distribution des dividendes (recommandations moins urgentes en France, étant donné la prohibition de l'art. 1^{er}, 4^o), toutes règles éparses sous les rubriques « compte de profits et pertes — bilan — compte-rendu analytique » et abondamment commentées dans l'annexe 3 sous les titres « méthode de comptabilité » et « autres recommandations ».

L'ensemble de ces mesures, prises sous la pression de l'expérience, trop particulières pour avoir leur place dans une loi, feraient utilement l'objet d'un règlement d'administration publique, pour l'application de la loi. Nous renvoyons à la lecture des clauses du règlement du N.Y.S.E. et de leur commentaire. Nous ne pourrions rien y ajouter.

Avant de terminer ce chapitre il faut rappeler néanmoins que la seule garantie valable de la gestion d'un trust c'est qu'il soit administré par un homme qui ait une mentalité de « trustee », quelque chose comme la mentalité du bon vieux notaire de famille, mais associé aux connaissances financières d'un homme d'affaires. S'il se rencontre

un tel homme, une réglementation rigoureuse risque de le gêner grandement. Sans doute ces règles seront-elles au moins des garde-fous pour ceux qui n'apporteraient pas à la gestion de la société ces rares qualités, mais ne doit-on pas craindre que les actionnaires, à voir toutes les précautions prises par l'Etat, se croient suffisamment protégés et négligent de surveiller eux-mêmes la marche de la société ? Le vice naturel de la réglementation en cette matière, c'est qu'elle ne peut prévoir tous les abus. A côté de ceux qu'elle supprime elle en laisse subsister la possibilité d'une grande quantité d'autres, dont le nombre n'est limité que par les bornes de l'imagination des hommes d'affaires, et la sécurité fallacieuse créée par l'Etat risque de servir à décevoir ceux qu'il a voulu protéger.

CONCLUSION

Lorsque cette étude fut entreprise, elle répondait à une idée préconçue. Les inconvénients sociaux du développement démesuré de la société anonyme risquaient, à notre avis, de compenser largement ses avantages purement économiques. Un des lieux communs de l'optimisme libéral consiste dans le panégyrique de la société anonyme, qui réalise tout naturellement une distribution optima de la propriété et une sorte de collectivisme sans aucun caractère révolutionnaire. On étale avec complaisance l'accroissement continu des biens possédés par ce type de sociétés, et la proportion de plus en plus grande qu'ils représentent dans l'ensemble de la richesse nationale. Puis on montre leurs titres répandus un peu partout dans le public, obligations qui permettent au petit épargnant de supprimer le risque de l'entrepreneur, actions qui divisent ce risque entre des milliers de personnes, apportant la propriété capitaliste dans toutes les classes, et donnant une réfutation complète des thèses marxistes sur la concentration de cette propriété. Or une telle présentation des faits est manifestement erronée.

Nous avons tenu à nous rendre compte de ce qui se passait à cet égard aux U.S.A., qu'on a pu en 1929 appeler une « nation d'actionnaires ». La tâche nous fut grandement facilitée, grâce à la complaisance de M. Gardiner C. Means de l'Université de Columbia, qui a bien voulu nous commu-

niquer les résultats des travaux qu'il avait faits en collaboration avec le Professeur Berle, l'un des dirigeants actuels de l'économie américaine, en vue de la publication d'un ouvrage sur la Société Anonyme aux U.S.A. Dans un premier article, édité en mars 1930, est étudiée, entre autres objets, l'importance des grandes sociétés anonymes ou, pour employer le terme exact du Professeur Berle, des sociétés anonymes de caractère quasi-public. En 1922, les 200 sociétés anonymes les plus importantes possédaient approximativement 22 % de la fortune industrielle de la nation. En 1927, en y ajoutant certaines sociétés assimilables, elles en possédaient probablement de 35 à 40 %. Et les plus puissantes d'entre elles étaient si riches qu'elles supportaient d'être confrontées aux Etats de l'Union eux-mêmes : l'American Telephone and Telegraph Co, comparée aux 48 Etats de l'Union, se serait en 1922 classée 27^e par rang de fortune. Il y a donc bien concentration de la propriété dans un minimum de grandes sociétés dont d'ailleurs l'interdépendance ne peut être mise en doute, surtout après les résultats de l'enquête du Comité Sénatorial sur les agissements des banques.

Cette concentration est compensée, nous dit-on, par l'émission des actions dans le public. En fait un second article publié en août 1930 par M. Means confirme nettement cette thèse. Les trois plus grandes sociétés anonymes ont eu, depuis le début du siècle, un nombre d'actionnaires constamment croissant. L'American T. and T. passe de 7.535 en 1900 à 454.576 en 1929, le Pennsylvania Railroad de 28.408 à 157.560, l'U.S. Steel Corporation de 15.887 en 1901 à 110.166 en 1929. Pour les 31 plus grandes sociétés, parmi celles dont l'étude est possible entre 1900 et 1929, le nombre des actionnaires s'est accru de

226.543 en 1900 à 1.419.216 en 1928. Et une estimation approximative pour l'ensemble des sociétés américaines fait croître le nombre des porteurs de 4.400.000 en 1900 à 18.000.000 en 1929. En même temps le nombre moyen d'actions de 100 dollars possédées par actionnaire tombait de 140 en 1900 à moins de 50 en 1928 (l'année 1929 a été éliminée parce que faussée par la multiplication des actions sans valeur nominale). Enfin le changement de mains de la propriété se marque, encore par le fait que les 25.000 plus gros revenus, qui touchaient en 1916 plus de 57 % des dividendes distribués n'ont plus en 1927 qu'une part de 35,2 %, la part des 75.000 revenus moyens demeure inchangée à 20 %, tandis que celle de tous les autres revenus croît de 22 à près de 46 % ; la masse du changement s'est du reste produite entre 1916 et 1921, pendant les années de guerre et d'après-guerre.

Voilà le tableau classique, en voici l'envers. Il est fort bien mis en lumière par le Professeur Berle « C'est un axiome dans les milieux financiers que plus est grand le nombre des actionnaires, plus est maigre l'influence de chacun sur les affaires sociales... C'est aujourd'hui un fait patent que l'actionnaire n'a plus aucune influence sur la gestion, et que même la gestion est une chose et l'ensemble des actionnaires en est une autre, avec des intérêts parfois violemment opposés ».

De ce problème nous avons découvert un des aspects en étudiant les holdings, mais c'est un problème général de l'économie capitaliste à son stade actuel. Et, dans tous les pays du monde, les exemples sont nombreux de l'impuissance des actionnaires, dispersés un peu partout, à faire entendre leurs doléances, à défendre leurs intérêts et à faire prévaloir leur droit contre l'habileté plus ou moins

scrupuleuse des conseils d'administration. Et, d'ordinaire, quand un homme de bonne volonté prend l'initiative de grouper les adversaires de la gestion d'une société, ceux-ci découvrent après coup qu'on leur a fait tirer les marrons du feu, et qu'ils sont un peu plus mal en point qu'auparavant. Enfin aucune législation, quelle qu'en soit la rigueur, ne suffit à empêcher ces abus. L'Etat paraît même ne point les voir d'un œil défavorable, et n'a-t-on pas récemment entendu, à la Première de la Cour de Paris, le Ministère Public plaisanter à ce propos, et modifiant avec humour le vieil adage matrimonial, proclamer comme une vérité première que « en finance trompe qui peut » ?

L'investment trust nous était alors apparu comme l'arme éventuelle de défense des petits actionnaires. Nous le concevions comme une sorte de coopérative de placements qui permît d'éliminer ou d'atténuer le risque de l'entrepreneur grâce à l'extrême diversification du portefeuille, mais qui rendît également possible une représentation suffisante des intérêts des actionnaires. Même s'il s'interdit de s'immiscer dans la gestion des affaires dont il possède des actions, même s'il n'a jamais plus de 2 ou 3 % des votes dans une assemblée, l'investment trust, par la puissance financière qu'il représenterait et par la force morale qui pourrait s'attacher à sa fonction, serait en mesure d'imposer au conseil d'administration une politique favorable aux actionnaires. Nous avons constaté que l'expérience américaine ne s'était point du tout engagée dans cette voie. A quelques exceptions près les trusts n'ont réussi ni à éliminer, ni même à diminuer le risque d'entreprise. Et, dans l'ensemble, ils n'ont pas entrevu cette autre fonction pour quoi nous espérions en eux. Au contraire, par les déviations qu'en a subies le principe, par l'usage qu'en ont

fait les financiers, c'est une aggravation du mal qui s'en est suivie.

Le problème à l'heure actuelle est moins un problème de législation qu'un problème d'éthique. L'investment trust serait un excellent instrument s'il était mis entre les mains de véritables « trustees », comme la société anonyme est en principe excellente, dans la mesure où son conseil d'administration la gère dans le seul intérêt des actionnaires. Mais, ici comme là, le principe s'accorde rarement avec la réalité. Le divorce est souvent trop marqué entre les intérêts de la gestion et ceux des porteurs de titres pour qu'on puisse espérer les faire coïncider à nouveau. Et l'organisation capitaliste présente est telle que les plus hautes et les plus rares qualités morales sont indispensables afin de résister aux tentations qu'elle multiplie pour ceux qui disposent de la puissance financière. Sans vouloir décourager ni le législateur dans ses efforts pour permettre la création de sociétés de placements en France, ni leurs fondateurs éventuels, reconnaissons toutefois que loin d'être une solution élégante des problèmes entrevus dans cette conclusion, elles supposent au contraire, pour avoir quelque utilité, la résolution antérieure de ces problèmes eux-mêmes.

Vu, le Doyen,
Edgard ALLIX.

Vu, le Président de la Thèse,
William OUALID.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

ANNEXES

ANNEXE N° I

(Session extr. — Séance du 14 novembre 1930).

Projet de loi relatif aux Sociétés de placement, présenté au nom de M. Gaston Doumergue, Président de la République française, par M. André Tardieu, président du Conseil, ministre de l'intérieur ; par M. Raoul Péret, garde des sceaux, ministre de la justice ; par M. Paul Reynaud, ministre des finances ; par M. Germain-Martin, ministre du budget et par M. Pierre-Etienne Flandin, ministre du commerce et de l'industrie. — (Renvoyé à la Commission des finances).

Exposé des motifs

Messieurs, parmi les sociétés d'aspect très divers, dont le principal objet est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, il en est une catégorie, celle des sociétés de placement, qui est de nature à fournir aux épargnants à la fois une rémunération relativement élevée de leurs capitaux et la sécurité qu'ils désirent.

L'objet de ces sociétés, très développées en Angleterre et aux Etats-Unis, sous le nom d'« investment trusts », est essentiellement d'employer leur capital social à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières qu'elles gèrent au mieux des intérêts de leurs actionnaires. En appliquant sur une large échelle les principes de la gestion des fortunes, notamment en poussant à l'extrême la division des risques, en ne distribuant d'autre part, à titre de dividende, que les intérêts et produits annuels de leur portefeuille, à l'exclusion des plus-values de leur capital, aussi longtemps du moins que leurs réserves ne sont pas suffisamment élevées, ces sociétés arrivent à présenter, en même temps qu'une sécurité certaine, de larges perspectives de bénéfice. Elles permettent notamment à leurs actionnaires, bien qu'ils ne disposent que de ressources restreintes, de prendre indirectement des parts dans des sociétés importantes dont ils ne pourraient mettre les titres dans leurs portefeuilles individuels, soit parce que ces

titres sont d'un prix trop élevé, soit parce qu'ils ne se négocient que sur les marchés étrangers auxquels les petits épargnants ne sont pas en situation de s'adresser.

L'introduction et le développement de ces sociétés en France apparaît comme éminemment désirable.

Or, le régime fiscal français interdit en fait la constitution d'organismes analogues aux « investment trusts », puisqu'il superpose à l'impôt prélevé sur les diverses valeurs constituant leur portefeuille l'impôt sur les revenus distribués par les « investment trusts » eux-mêmes. La solution consiste à supprimer cette superposition d'impôts en faveur des sociétés de placement qui se soumettront à la réglementation prévue par le projet de loi qui vous est présenté.

Il est, en effet, nécessaire, pour que ces sociétés répondent pleinement à leur objet, qu'elles se soumettent à une réglementation sans laquelle elles n'auraient de la société de placement que le nom et n'offriraient aucune garantie sérieuse : l'expérience de nombreux « investment trusts » américains a révélé le danger de certaines pratiques qu'il faut à tout prix leur interdire.

Il est au surplus équitable que, bénéficiant d'avantages sérieux au point de vue fiscal, les sociétés de placement soient assujetties à un certain nombre de prescriptions destinées, tout en restant compatibles avec la liberté nécessaire pour les opérations qui sont l'objet de leur activité, à sauvegarder la sécurité des épargnants.

Le texte du projet de loi que vous voudrez bien trouver ci-après répond aux idées qui viennent d'être développées.

L'article 1^{er} a pour objet de préciser les règles auxquelles doivent se soumettre les sociétés qui voudront bénéficier des avantages fiscaux réservés aux sociétés de placement. Il a paru nécessaire de limiter très strictement l'objet de ces sociétés à la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, l'expérience de certains pays étrangers prouvant que l'extension des fonctions des « investment trusts » est, en général, fatale pour leur saine gestion.

Leur sont interdites toutes autres opérations financières, industrielles et commerciales, notamment toute participation à des syndicats d'émission ou à des syndicats boursiers.

Il demeure toutefois entendu que les sociétés de placement pourront librement effectuer toutes opérations d'emploi temporaire de leurs disponibilités, en attendant l'investissement définitif de ces fonds.

La garantie essentielle donnée à l'épargne résidant dans la publicité à laquelle sont astreintes ces sociétés, des obligations particulières, sanctionnées par des pénalités sévères, ont été imposées aux commissaires aux comptes en vue de contrôler la parfaite sincérité de cette publicité.

Les autres prescriptions sont, pour la plupart, imposées par l'expérience : nécessité d'un capital social minimum ; limitation des émissions d'obligations ; interdiction de distribuer, à titre de dividende, les plus-values de capital, aussi longtemps que les réserves n'atteignent pas le montant du capital ; division et compensation des risques de placement par une répartition des investissements entre les différentes entreprises ; limitation des tantièmes et des frais de gestion. L'expérience américaine prouve qu'une semblable réglementation est nécessaire pour empêcher que les actionnaires ne soient frustrés d'une grande partie des produits de leur épargne.

L'article 2 prévoit l'exonération de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières au profit des dividendes des actions de ces sociétés.

Le but envisagé étant, en effet, de favoriser, par une dispense d'impôt, les épargnants pour le compte desquels les sociétés de placement possèdent, gèrent et font fructifier un portefeuille de valeurs mobilières, c'est-à-dire leurs actionnaires, les intérêts payés aux obligataires ainsi que les tantièmes alloués aux administrateurs sont logiquement exclus du bénéfice de l'exemption.

L'imputation sur les dividendes distribués par la société du produit des valeurs de son portefeuille devra s'entendre des produits effectivement encaissés, c'est-à-dire des produits bruts diminués des impôts supportés par la société lors de l'encaissement de ces produits.

L'article 3 prévoit les pénalités applicables en cas d'infraction aux prescriptions posées dans les articles précédents.

Permettre la création de sociétés qui seront des facteurs particulièrement actifs de l'organisation d'un grand marché financier international et dont les titres constitueront, pour l'épargne un placement intéressant, en même temps qu'ils lui offriront la sécurité qu'elle recherche, telle a été messieurs la préoccupation du Gouvernement. En donnant votre approbation au projet de loi que nous avons l'honneur de soumettre à vos délibérations vous témoignerez que c'est également la vôtre.

Projet de loi

Art. 1^{er}. — Pourront seules faire appel au public, dans les conditions prévues par l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, sous la dénomination de sociétés de placement, compagnies de placement, ou désignations similaires et faire suivre leur raison sociale de la mention « loi du... 1930 », les sociétés anonymes françaises qui se soumettront aux prescriptions suivantes :

1° Lesdites sociétés devront avoir pour unique objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Ce portefeuille ne pourra pas comprendre de parts de sociétés à responsabilité limitée.

Lesdites sociétés pourront toutefois acquérir des immeubles de rapport à concurrence de 5 % au maximum de leur capital, de leurs réserves et de leurs emprunts obligataires.

Leur sont interdites toutes autres opérations financières, industrielles ou commerciales et, notamment, la constitution de sociétés dont elles deviendraient fondatrices, la création ou l'exploitation d'entreprises privées ou commerciales, la garantie du placement ou de la vente dans le public d'actions, d'obligations, parts de fondateur ou autres titres de collectivités publiques ou privées, l'émission d'obligations pour le compte de collectivités publiques ou privées en recevant une prime ou une commission, l'achat de sociétés en liquidation ou en faillite en vue de les liquider à leur bénéfice.

Leur sont, en outre, interdites toute participation et toute adhésion à des accords conclus avec des individus ou des collectivités en vue de procéder à l'acquisition pour les revendre des actions, obligations, parts de fondateur ou autres titres de collectivités publiques ou privées, à la vente pour les racheter desdits titres et à la répartition entre les participants des gains et pertes résultant de ces opérations :

2° Elles devront publier, dans les trois mois de la clôture de l'exercice, au *Bulletin des annonces légales obligatoires*, et insérer, dans le rapport annuel de la société, la composition intégrale des valeurs de l'actif à la date de clôture de l'exercice, avec indication du prix d'acquisition et, en outre, pour les valeurs de portefeuille, du cours du jour de l'inventaire. La publication au *Bulletin des annonces légales obligatoires* devra comprendre également le bilan annuel et le compte de profits et pertes ;

3° Lesdites sociétés devront être constituées au capital minimum de 100 millions de francs entièrement versés. Elle ne pourront créer ni actions privilégiées, ni parts de fondateur. Elles

pourront émettre des obligations à concurrence de 25 p. 100 de leur capital et de leurs réserves. Elles ne pourront recevoir d'apports en nature ;

4° Aussi longtemps que les réserves n'auront pas atteint le montant du capital social, pourront seuls être distribués après déduction des frais de gestion, les intérêts, dividendes, arrérages et autres produits des titres constituant le portefeuille de la société ;

5° Lesdites sociétés ne pourront posséder plus de 5 p. 100 des titres évalués à leur valeur nominale émis par une collectivité ni plus de 5. p. 100 du nombre des titres sans valeur nominale émis par la même collectivité, ni disposer de plus de 1/20^e des droits de vote dans une société. Elles ne devront pas employer en titres d'une même collectivité plus de 5 p. 100 des sommes placées et disponibles pour le placement.

Sous réserve de l'exercice des droits de toute nature attachés aux titres que les sociétés de placement possèdent régulièrement lesdites sociétés ne pourront acquérir des titres de sociétés qui n'auraient pas établi au moins trois bilans annuels ;

6° Les dites sociétés ne pourront attribuer à forfait la gestion de leur portefeuille. Les tantièmes attribués aux administrateurs ne devront pas dépasser 5 p. 100 des bénéfices mis en distribution. Les frais de gestion ne pourront être supérieurs à 1 p. 100 du capital social et des réserves ;

7° Le président du conseil d'administration desdites sociétés l'administrateur délégué et le ou les directeurs, ainsi que les deux tiers au moins des administrateurs, devront être de nationalité française. Les interdictions relatives à l'exercice de la profession de banquier sont applicables aux administrateurs, aux directeurs ainsi qu'aux commissaires aux comptes desdites sociétés ;

8° Les commissaires aux comptes devront surveiller l'exécution des prescriptions des paragraphes précédents et certifier sous leur responsabilité, après vérification, l'existence matérielle du portefeuille tel qu'il figurera au bilan. Toute infraction à cette dernière obligation sera punie d'une amende de 5.000 à 50.000 fr. et, en cas de mauvaise foi, d'un emprisonnement de trois mois à un an.

Art. 2. — Les intérêts, dividendes et autres produits des actions des sociétés qui se conformeront aux dispositions de la présente loi seront exonérés de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dans la mesure où il sera justifié qu'ils proviennent des

intérêts, dividendes, arrérages et tous autres produits des valeurs composant le portefeuille de la société.

Art. 3. — Les administrateurs qui auront contrevenu aux dispositions des paragraphes 1 à 7 de l'art. 1^{er} de la présente loi seront passibles d'une amende de 5.000 à 50.000 fr. et, en cas de récidive de 50.000 à 500.000 fr. En cas de mauvaise foi, ils seront en outre passibles d'un emprisonnement de trois mois à un an et, en cas de récidive, de un an à cinq ans.

Le tribunal ordonnera, dans tous les cas, que le jugement de condamnation soit publié intégralement ou par extraits au *Bulletin des annonces légales obligatoires* et dans les journaux qu'il désignera, le tout aux frais des condamnés.

Dans le délai d'un mois qui suivra toute condamnation définitive, les actionnaires devront être convoqués en assemblée générale extraordinaire pour se prononcer sur les modifications à apporter à la gestion de la société et sur la dissolution éventuelle de celle-ci.

ANNEXE II

NEW-YORK STOCK EXCHANGE

Conditions spéciales pour la cotation des titres d'investment trusts sur le marché de New-York

*Approuvé par le comité de la cote le 6 juin 1929
et remanié en avril 1931*

Le Comité de la Cote est prêt à recevoir des demandes d'inscription pour les titres de certains types de sociétés communément désignés sous le nom d'investment trusts et à traiter chaque demande selon ses mérites propres.

Le Comité considère comme entrant dans cette catégorie les sociétés dont le but principal est le placement et le réinvestissement dans les titres d'autres sociétés, dans le dessein d'obtenir un revenu et des profits et non pas dans le dessein d'en prendre le contrôle.

Comme ces sociétés représentent un élément relativement récent de la finance américaine, le Comité, en promulguant ces conditions, a simplement l'intention de donner aux requérants éventuels quelques renseignements sur les éléments qui guideront sa conduite en fonction des connaissances qu'il a maintenant acquises en la matière. Le Comité se réserve du reste le droit de changer ou d'amender ces conditions sans notification préalable, dans la mesure où l'expérience le lui suggérera.

Pour l'instant les demandes d'inscription ne seront prises en considération que dans la mesure où elles proviennent de sociétés du type général ou type de gestion.

Pour que les titres de cette espèce puissent être admis à la cote, une demande doit être adressée au Comité dans les formes pres-

crites par une circulaire dudit Comité en date du 2 janvier 1931 (en tenant compte des modifications éventuelles). Cette demande doit contenir tous renseignements et être accompagnée par les documents requis, dans la mesure du moins où les prescriptions de la circulaire sont applicables.

Absence de publicité des demandes

Jusqu'à nouvel ordre les noms des sociétés qui demandent l'inscription de leurs titres ne seront pas rendus publics, car les refus peuvent être fréquents jusqu'à ce que l'expérience ait permis d'énoncer des conditions entièrement satisfaisantes. A une date ultérieure la publicité habituelle sera autorisée.

Gestion

Toute demande de cotation des titres d'un investment trust, tel qu'on l'a défini ci-dessus, doit indiquer si ce trust doit être géré de façon indépendante par ses propres administrateurs et directeurs ou s'il doit être géré directement ou indirectement par d'autres personnes, firmes ou sociétés. Les noms de toutes les personnes, firmes ou sociétés qui sont directement ou indirectement responsables de la gestion doivent être indiqués, et la demande doit contenir un résumé de toutes les clauses importantes des statuts de la société aussi bien que des contrats ou accords qui définissent les pouvoirs, les privilèges et les limites de la gestion.

Des copies de tous ces documents doivent être jointes à la demande. Ces conditions s'appliquent également à toute filiale qui existerait au jour de la demande

Si le trust est géré exclusivement par ses propres administrateurs et directeurs, les liens de ceux-ci avec d'autres firmes ou sociétés doivent être indiqués.

Si le trust est géré directement ou indirectement par une autre personne, société ou firme, une copie de chaque contrat avec ladite personne, firme ou société doit être incluse dans la demande

Toute demande doit donner des détails complets sur la base de rémunération de la gestion, y compris toutes les formes directes ou indirectes de rémunération présente ou future.

Les sociétés requérantes doivent s'engager à prévenir immédiatement le Stock Exchange, en ce qui les concerne elles-mêmes et en ce qui concerne les filiales qu'elles ont pu ou pourraient former, de

tout changement dans les termes ou conditions de tout contrat de gestion qui existait au moment de l'inscription ainsi que des termes et conditions de tout contrat postérieur.

Expérience de la gestion

Il n'est présentement stipulé aucune durée minima d'existence réelle d'une société pour la rendre admissible à la cote, mais le Comité exigera telle durée raisonnable qu'il pourra juger suffisante pour prouver la bonne gestion du trust. Cette durée pourra dépendre des dimensions et de l'objet du trust.

Dimensions

Afin d'être admissible à la cote une société devra avoir un capital total, y compris les réserves et les obligations, de l'importance que le Comité jugera nécessaire pour le bon fonctionnement du trust, que la gestion soit indépendante et directe, ou qu'elle soit assurée par d'autres personnes, firmes ou sociétés. Cette importance sera fonction de l'organisation et de l'objet du trust ainsi que d'autres considérations générales.

Dépenses de premier établissement

Toute demande doit indiquer en détail tous les frais de premier établissement et de vente des différentes espèces de titres émis ainsi que le montant net reçu par la société pour chaque émission. Des frais de premier établissement et des frais de vente des titres trop élevés peuvent être un motif de refus de cotation, sauf s'ils sont entièrement amortis au jour de la demande.

Emprunts à court terme

Si la demande indique que la société possède une dette à court terme d'un montant trop élevé, ou si des comptes-rendus postérieurs indiquent qu'une telle dette dépasse ou tend à dépasser les limites de la prudence, la demande peut être rejetée ou les titres peuvent être rayés de la cote suivant le cas.

Commissions

Comme condition préliminaire à l'inscription, tout individu,

toute firme ou société qui directement ou indirectement touche à la gestion d'un investment trust doit consentir soit par engagement envers le Stock Exchange soit dans les contrats de gestion passés avec le trust, à percevoir sur les titres cotés à une Bourse quelconque les seuls courtages autorisés par cette bourse lorsqu'il y a achat ou vente de ces titres pour le compte du trust, et sur les titres non-cotés seulement les courtages habituels et raisonnables.

Actions sans droit de vote

Dans le cas où un trust a émis une ou plusieurs classes d'actions qui ont droit à un dividende préférentiel, mais qui n'ont pas de droit de vote, ces actions doivent recevoir le droit de vote dès que le dividende sur ces titres aura été passé pendant toute une année, et ce droit durera jusqu'à la liquidation de l'arriéré. Aucune action sans droit de vote ne sera inscrite si son caractère préférentiel quant au revenu et au capital n'est pas suffisant.

Profits et réserves

Un état compréhensif et détaillé des profits et réserves devra être établi et publié dans les 30 jours de la clôture de l'exercice social. Cet état devra aussi être soumis aux actionnaires au moins 15 jours avant l'assemblée annuelle. L'état doit indiquer séparément les recettes brutes, s'il y en a, au moins sous les rubriques suivantes :

- Intérêts,
- Dividendes,
- Profit sur vente de titres (si passés par profits et pertes),
- Profit dans des participations syndicales,
- Transferts depuis les réserves antérieurement créées,
- Divers.

Seuls les gains réalisés devront apparaître dans le compte du revenu ou dans le bilan.

Dans le cas où le poste « Gains divers » paraît aux yeux du Comité exiger quelques explications, les éléments devront en être indiqués¹.

Le Comité est partisan de l'élimination du compte de P. et P. de tous les gains et de toutes les pertes sur mouvements de titres, et pense qu'il faut les porter au crédit ou au débit d'une réserve

1. Les 6 paragraphes suivants ont été ajoutés en date d'avril 1931.

destinée à cet usage, ou à défaut de cette réserve, à un « surplus » spécial qui devrait être une sous-division du « surplus provenant des opérations ». Si une réserve est constituée et qu'il y apparait un solde débiteur, ce solde devra être déduit du « surplus ». Cette réserve ou ce compte spécial de « surplus » ne devraient pas être considérés comme pouvant servir à verser des dividendes ordinaires, et si on les employait à payer les dividendes extraordinaires, ces dividendes devraient être clairement indiqués comme tels.

S'il n'y a pas élimination des gains ou pertes réalisés sur vente de titres, le compte devra comprendre tout revenu ou toute perte quelle qu'en soit l'origine. Il devra refléter dans son ensemble le gain ou la perte sur toute transaction complète. Une vente à découvert en contre-partie d'un achat à terme ne doit pas servir à regarder une opération comme incomplète.

Dans les cas où le gain sur ventes de titres est considéré comme une partie du revenu, les pertes sur vente de titres doivent venir en déduction du revenu. Si des réserves avaient été prévues pour faire face à cette éventualité, les pertes doivent d'abord passer par le compte de P. et P., et toute utilisation des réserves doit être ensuite traitée comme un transfert de la réserve au crédit du compte de P. et P.

En calculant les profits ou pertes réalisés sur vente de titres, la méthode qui estime le prix d'achat au cours moyen est la seule qui ne déforme pas la compte de P. et P. La méthode de calcul du prix d'achat des titres vendus doit être indiquée dans tout rapport, et l'on doit attirer l'attention sur tout changement intervenu dans les méthodes de comptabilité.

Tout profit provenant du rachat des actions préférentielles ou ordinaires de la société à une valeur inférieure au pair, ou de la revente de ces titres avec bénéfice, doit être traité comme partie du capital et en aucun cas du revenu.

Les profits qu'une société tire du rachat de ses propres obligations peuvent être utilisés pour amortir la prime ou les frais d'émission, ou bien peuvent être portés à un compte « Surplus d'opérations » sans passer par le compte de P. et P., ou peuvent être portés directement au « Surplus sur capital ».

Le compte de P. et P. ne doit contenir aucun profit provenant de participations dans un syndicat de lancement de titres, jusqu'à ce que ce syndicat soit liquidé. Si la société requérante est en compte avec d'autres, le profit ou la perte qui en résulte à

la date du compte-rendu doit apparaître au compte de P. et P.

A la fin de ce compte doit apparaître en note un état détaillé et parfaitement clair des variations pendant l'année écoulée de la marge bénéficiaire ou déficitaire entre la valeur de réalisation et la valeur comptable du portefeuille¹.

Dans le cas des sociétés qui éliminent les profits et pertes sur ventes de titres de leur compte de P. et P, il devrait y avoir une autre note pour indiquer tout changement survenu dans les comptes « Provisions » ou « Réserves » où ces gains et ces pertes ont été portés.

Si des provisions pour pertes éventuelles sont tirées des profits, le compte de P. et P doit indiquer le montant ainsi prélevé pour l'année courante, et le montant total ainsi accumulé doit apparaître au bilan.

Les dépenses et déductions doivent être indiquées de façon suffisamment précise et détaillée et conformément aux recommandations que pourra faire le Comité. En tout cas devront au moins être donnés séparément :

Intérêt payé et dû.

Impôts payés et dus,

Virements aux réserves, s'il y a lieu.

L'état du « surplus » doit donner le montant reporté à la fin de la période immédiatement antérieure et indiquer en détail tout ce qui y fut ajouté ou en fut déduit.

Bilan

Un bilan compréhensif et détaillé devra être établi et publié dans les 30 jours qui suivent la clôture de l'année sociale. Il devra également être communiqué aux actionnaires 15 jours au moins avant l'assemblée annuelle.

L'évaluation du portefeuille doit y apparaître au prix d'achat et avec un détail suffisant². Une distinction très nette devra être établie entre le « surplus d'opérations » et le « surplus sur capital ». Si des réserves ont été formées, leur désignation ne devra laisser aucun doute sur leur nature et leur objet. Une note doit donner le coût total du portefeuille, sa valeur actuelle totale, et la différence². Si une réserve a été constituée pour compenser tout ou partie des pertes sur portefeuille non encore réalisées, une note devra l'indiquer en toute clarté.

1. Ce paragraphe a été ajouté en date d'avril 1931.

2. La phrase qui suit a été ajoutée en date d'avril 1931.

Compte-rendu analytique

Le rapport devra contenir une analyse du changement de situation pour la période couverte, l'amélioration ou la perte nette, y compris les gains et pertes non encore réalisés, changement qui devra être considéré après dividendes, et sans compte tenu des changements dans la capitalisation. Le gain ou la perte nette en question devra être chiffrée dans l'ensemble et pour l'unité de chaque type d'actions émises.

Le dividende effectif payé par action et pour chaque type devra être indiqué en liaison avec cette analyse.

Le rapport devra contenir une analyse de la couverture de toutes les obligations, dans ce dessein le portefeuille devra être ajusté à la valeur de réalisation, les sociétés filiales y étant portées comme s'il y avait fusion entière. Les éléments suivants devront apparaître tels qu'ils existaient au début et tels qu'ils existent à la fin de la période, avec les changements survenus :

1. Actif disponible pour les obligations,
2. Actif disponible pour les actions de préférence,
3. Actif disponible pour les actions ordinaires.

exprimé dans chaque cas en dollars par titre.

Bien que l'analyse puisse être fournie sous toute forme convenable, le Comité est prêt à indiquer les règles qu'il estime les meilleures.

Placements

Le requérant devra publier avec le compte-rendu annuel un état montrant la valeur des titres directement ou indirectement en portefeuille à la fin de la période couverte. L'évaluation pour cet état sera basée sur le prix de la cote pour tous les titres cotés dans les Bourses officielles, et sur une estimation convenable pour les autres titres. Le rapport devra contenir une liste complète de tous les titres en portefeuille, indiquant les noms et le nombre des titres détenus, avec la restriction qu'un montant égal à 10 % de l'ensemble capital-réserves ou à 10 % du prix d'achat du portefeuille, si cette dernière somme est inférieure à la première, pourra être porté sous la rubrique « Titres divers » pourvu que, lors du premier rapport après l'admission à la cote, ces titres ne soient pas en portefeuille depuis plus d'une année, et pourvu, en outre, qu'aucun titre qui précédemment aurait été nommément désigné ne soit mis après coup sous cette rubrique. La liste devra

publier le coût global du portefeuille et sa valeur de réalisation, et, dans le cas de placements non cotés à New-York, le prix auquel ces placements ont été estimés dans le dessein de déterminer la valeur de réalisation doit être clairement indiqué avec éléments justificatifs à l'appui, si c'est utile.

Commissaires aux comptes

Tout compte-rendu ou inventaire doit être certifié par un comptable juré, reconnu par les lois d'une nation ou d'un des états des U. S. A. ¹ dont la signature couvrira l'ensemble des documents et analyses fournis. Il devra certifier qu'aucun des éléments contenus sous la rubrique « Titres divers », dans un rapport postérieur à la demande d'inscription, n'est en portefeuille depuis plus d'un an.

Rachat des actions ordinaires de la société

Le requérant ne devra ni acheter ni acquérir d'aucune autre façon, soit pour son propre compte, soit indirectement par une filiale, ses propres actions ordinaires, quelle qu'en soit la dénomination, sauf dans des circonstances spéciales et exceptionnelles. Si de tels achats sont pratiqués, le requérant devra publier dans son rapport annuel le nombre de titres achetés et leur prix. Dans le cas où le requérant achète de ses actions ordinaires, il devra soumettre sans tarder au Comité tous les éléments qui ont trait à cet achat, et, à la requête de celui-ci prendre toutes mesures qui seront jugées utiles pour rendre ces titres impropres à la négociation sans une nouvelle demande de cotation.

L'autorisation de disposer de ces titres ne sera accordée que sous la condition que le prix de vente en apparaîtra entièrement dans le rapport annuel.

Filiales

Si le trust détient directement ou indirectement le contrôle d'une autre société, au moment du rapport, cette société devra être traitée comme filiale. Tout bilan et tout compte de P. et P. devra être présenté sous l'une des formes suivantes :

1° un bilan et un compte de P. et P. impliquant une fusion

1. Le membre de phrase suivant a été ajouté en date d'avril 1931.

complète, établis de façon à contenir toute filiale définie comme ci-dessus, mais aussi à montrer les intérêts minoritaires. Les titres possédés par les filiales devront être présentés séparément, comme il est dit au § concernant les placements.

2° des bilans et comptes de P. et P. séparés pour chaque filiale ainsi qu'une liste séparée des titres en portefeuille pour chacune d'elles, conformément aux exigences des § « placements » et « bilan ». Dans le cas où cette dernière forme est adoptée, la valeur assignée dans le bilan du requérant à sa participation dans cette ou ces filiales doit être indiquée séparément, et ne peut excéder son prix d'achat ¹. Des notes spéciales au bas du bilan et du compte de P. et P. de la société mère doivent indiquer la valeur boursière ou d'estimation des placements des filiales.

Condition spéciale

Les requérants doivent accepter de ne payer aucun dividende en espèces ou en titres si ce dividende, accru de la perte sur portefeuille, dépasse la somme du « surplus sur opérations » et du « report à nouveau », à moins qu'au moment du paiement d'un tel dividende ne soit envoyée aux actionnaires une déclaration dans des formes approuvées par le Comité, indiquant nettement la perte qui existera après le paiement de ce dividende au total et en dollars par action. Si la société a du capital privilégié à l'époque du paiement de tels dividendes, cette déclaration doit en plus indiquer en pourcentage le rapport du capital ordinaire, subsistant après le paiement, au capital privilégié, pris au pair ou évalué à sa part dans une liquidation éventuelle et forcée, si cette dernière évaluation est plus élevée. Pour se soumettre à cette condition les dividendes titres doivent être prélevés sur les profits, ce qui paraît au Comité être la seule base raisonnable.

Les requérants doivent en outre s'engager à ne payer aucun dividende aux actions ordinaires à moins que les profits nets, une fois déduites les pertes réalisées sur gestion du portefeuille, ne suffisent à cet effet.

1. La phrase qui suit n'existait pas dans les Conditions du 6 juin 1930 amendées en date du 22 décembre 1930.

ANNEXE III

DÉCLARATION AU SUJET DES INVESTMENT TRUSTS

Trusts de gestion

Comité d'admission à la cote du New-York Stock Exchange

Observations concernant les rapports des investment trusts en fin d'exercice :

Matière des rapports

Les renseignements dont l'inclusion est considérée comme essentielle sont les suivants :

1. Liste des directeurs et du conseil d'administration,
2. Liste des valeurs en portefeuille,
3. Un compte-rendu clair de la situation financière de la société en date du rapport,
4. Un compte-rendu clair et précis de la marche de la société durant l'exercice considéré,
5. Un certificat d'expert-comptable, rédigé de façon à comporter sans ambiguïté au moins la vérification du portefeuille et de tous les éléments financiers et analyses compris dans le rapport.

Les rubriques 1 et 5 ne semblent pas demander de commentaire.

La rubrique 2 réclame simplement l'éclaircissement suivant :

Bien qu'une liste complète des valeurs en portefeuille semble désirable, le comité a reconnu, dans ses conditions en vue de la cotation des titres, et continue à reconnaître que la publication d'une liste complète peut, en certaines circonstances, entraîner des désavantages pour la gestion, ce qui doit être évité. Dans ce dessein et afin que la gestion puisse avoir une marge suffisante,

les conditions de cotation prévoient que le rapport doit contenir une liste complète du portefeuille de la société, comportant nom et nombre des titres, avec la restriction que 10 % au plus de l'ensemble du capital et des réserves de la société, ou du prix d'achat des placements, le montant le plus faible étant pris pour base, pourront être placés sous la rubrique « Divers », pourvu que, lors du premier rapport annuel suivant la cotation, ces titres soient en portefeuille depuis moins d'une année, et que d'autre part aucun titre classé sous ce poste n'ait été auparavant nommément désigné.

Le poste 3 a trait aux bilans inclus dans les rapports d'Investment Trusts.

Au bilan les valeurs en portefeuille doivent être estimées au prix d'achat et avec des indications suffisamment détaillées, une claire distinction doit être faite entre le « surplus sur capital » et le « surplus sur opérations » : si des réserves ont été constituées, leur désignation doit être si claire et précise qu'aucun doute ne soit possible quant à leur nature et leur objet.

En note doit apparaître un compte-rendu donnant le compte de l'appréciation ou de la dépréciation du portefeuille au cours du jour relativement à son prix d'achat. Dans le cas où une réserve a été établie au bilan en contre-partie de tout ou partie des pertes non réalisées, une référence appropriée devra apparaître en note.

Le poste 4 se rapporte au compte de Profits et Pertes, à l'analyse des réserves générales et spéciales et aux fluctuations des profits ou pertes non réalisés sur titres en portefeuille.

Il est de la plus haute importance pour les porteurs de titres d'Investment Trusts, de pouvoir déterminer sans difficulté la marche exacte de la Société durant l'exercice. Pour qu'ils le puissent, il leur faut être mis à même de considérer, concurremment avec le compte de Profits et Pertes, les changements survenus pendant l'exercice dans les Profits ou Pertes non réalisés.

Afin d'aider les porteurs à cet égard, une note au bas du compte de Profits et Pertes devrait indiquer les changements qui se sont produits en cours d'exercice dans l'appréciation ou la dépréciation nette du portefeuille. Le compte de Profits et Pertes, qui peut être traité de différentes manières discutées ci-dessous de façon plus complète sous la rubrique « Méthodes de Comptabilité », peut, quelle que soit la méthode employée, devenir entièrement fallacieux s'il n'est considéré en fonction de l'information en question.

Afin que cette information, lorsqu'elle est fournie, puisse être immédiatement et correctement interprétée par les porteurs des compte-rendus plus détaillés sont hautement désirables. L'un d'eux devrait analyser la couverture des obligations émises par la société, l'autre devrait analyser tous les changements survenus dans la situation de la société en cours d'exercice.

Le comité se fera un plaisir de discuter avec les administrateurs des Sociétés les formes à adopter dans les rapports, au mieux des intérêts particuliers de la Société et conformément aux principes généraux recommandés par lui.

Les informations énumérées ci-dessus sont absolument essentielles à la sauvegarde des intérêts du public

METHODES DE COMPTABILITE

Quelque forme que l'on adopte, il est évident que les rapports ne vaudront que ce que vaudront les méthodes de comptabilité qui ont servi à les établir. Le sujet semble à peu près épuisé en ce qui concerne les bilans, mais les pratiques comptables se rapportant au Compte de Profits et Pertes varient à tel point que nous croyons bon d'y insister.

Tout en reconnaissant que les sociétés ont le choix à cet égard, le Comité est fermement en faveur de l'élimination, du compte de Profits et Pertes, de tous profits ou pertes sur opérations de bourse et de leur inscription directe, de préférence, à un compte spécial de réserves, ou du moins à une sous-division du compte des réserves générales.

Ces gains et pertes sont plus intimement liées à l'appréciation ou dépréciation non réalisée du portefeuille qu'ils ne le sont au revenu courant, intérêts et dividendes. Si cette procédure est adoptée, les rapports seront une meilleure source d'information pour les porteurs, car le compte de profits et pertes donnera de la sorte simplement et clairement la différence nette entre revenu courant et dépenses courantes, information qui, séparée des profits sur opérations, est d'un intérêt tout particulier pour les porteurs de valeurs à revenus fixes. En outre on supprimerait de la sorte tout fondement à l'illusion que des profits occasionnels sur ventes de titres forment une base raisonnable pour escompter les possibilités d'avenir de la société. Quand on agit de la sorte, il semble qu'il conviendrait de mettre en note au bas du compte

de P. et P. le changement intervenu dans le compte de réserves intéressé.

L'accumulation des bénéfices nets sur opérations de bourse dans un compte spécial n'a pas pour effet de les rendre impossibles à distribuer sous forme de dividendes spéciaux, titres ou espèces. Toutefois de tels dividendes devraient comporter une claire indication de leur caractère, de façon à éviter toute confusion entre les revenus provenant des profits courants et ceux provenant des profits extraordinaires, sujets à ne plus se reproduire.

Toutefois, si les résultats des opérations de bourse apparaissent dans le compte de P. et P., certains principes doivent être strictement observés.

Si l'un des deux éléments est porté au compte de P. et P., l'autre doit également y apparaître. Si des réserves sont constituées en vue de couvrir une perte indiquée mais non réalisée, ces réserves doivent être prélevées directement sur le compte de P. et P. de l'année courante. Si, plus tard, elles sont utilisées totalement ou en partie, la perte réalisée doit être d'abord portée au compte de P. et P., et l'utilisation des réserves ne doit avoir lieu qu'ensuite sous forme d'un transfert au crédit du compte de P. et P.

Dans le cas où une réserve générale est constituée pour amortir une baisse éventuelle de la valeur du portefeuille, cette réserve peut être créée directement par débit de la réserve générale. Toutefois, si l'occasion se présente de l'utiliser en tout ou partie, les pertes encourues devront apparaître d'abord dans le compte de P. et P., qui sera postérieurement crédité par débit de la réserve en question.

Les méthodes de calcul des gains et pertes sur opérations de bourse varient considérablement avec les sociétés. Quand ces gains et pertes sont exclus du compte de P. et P., et lorsque le profit net de ces opérations n'est pas employé à distribuer des dividendes ordinaires, la méthode a relativement moins d'importance; dans le cas contraire, elle a une importance capitale.

Parmi les différentes méthodes rencontrées par le Comité, la méthode d'établissement du prix de revient des titres vendus qui déforme le moins le compte de P. et P. est celle du prix moyen des achats. Aussi le Comité engage-t-il toute société, qui traite les résultats des opérations sur titres comme partie des P. et P. et les distribue sous forme de dividende, à adopter cette méthode.

Quelle que soit la méthode employée pour calculer profits et pertes sur opérations, il est nécessaire que les Investment Trusts établissent clairement dans leurs rapports celle qu'ils emploient, et tout particulièrement qu'ils appellent l'attention sur tout changement de méthode, d'un exercice à l'autre ou en cours d'exercice.

Résumé des autres recommandations

A. *Rachat des titres de la société :*

Obligations. — Sans inconvénient.

Actions de préférence. — Sans inconvénient, (à condition que le prix payé soit suffisant et que la garantie des obligations, s'il y en a, n'en soit pas diminuée), si le dessein en est :

a. le retrait des titres,

b. Leur revente en liaison avec un plan de réorganisation ou de fusion.

Actions ordinaires. — Sans inconvénient, dans le seul cas où il n'y a pas de titres privilégiés, et dans les mêmes desseins que lorsqu'il s'agit d'actions de préférence, à condition que le prix payé ne soit pas supérieur à la valeur de liquidation des titres.

B. *Achat de titres d'autres Investment Trusts.*

Sans inconvénient si ce sont des titres privilégiés, sans pouvoir de contrôle. A interdire pour les actions ordinaires.

C. *Distribution de dividendes.*

Ils peuvent être distribués même si les pertes, réalisées ou non, rendent l'année déficitaire et même si le capital est entamé, à condition que les porteurs soient mis au courant de la situation.

D. *Conseil d'administration.*

Afin que les Investment Trusts ne puissent être accusés d'être administrés autrement que dans l'intérêt des porteurs de titres, il est bon qu'apparaisse dans le Conseil au moins un représentant des actionnaires qui soit absolument étranger au patronage de l'affaire. Il devra contresigner toutes les opérations effectuées.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- ROBINSON (Leland Rex). — *Investment trusts organization and management* New-York, Ronald Press, 1929.
- BONBRIGHT (James C.) et MEANS (Gardiner C.). — *The Holding Company. Its public significance and its regulation*. New-York, Mc Graw Hill book C°, 1932.
- SMITH (Edgar Lawrence). — *Common Stocks as long term investments*. New-York, Macmillan, 1929.
- FLYNN (J.T.). — *Investment trusts gone wrong*. New-York, New Republic, 1930.
- LANDER (J. de). — *Les investment trusts*. Thèse, Paris, Sirey, 1929.
- VARANGOT (Joseph). — *Les sociétés de placements et le marché financier français*. Thèse Paris, Rousseau et C°, 1930.
- JOUBERT (Marc). — *Les sociétés de placement à long terme en valeurs mobilières ou « Investment trusts »*. Thèse, Paris, Imprimerie des Editions du feu, Aix en Provence, 1931.
- CHARIGNON (Pierre). — *Sociétés de placements et sociétés de contrôle. Essai sur le rôle comparé des Investment trusts et des Holdings*. Thèse, Librairie Générale de Droit et de jurisprudence, Paris, 1932.

ANNUAIRES

- KEANE (C.P.). — *Manual of investment trusts* (annual) Financial Pub. C°, 9 Newbury Street, Boston, Mass.
- STEELMAN AND BIRKINS. — *The Handy Manual of investment trusts*. 60 Broad Street, New-York City.
- New-York Stock Exchange*, Report of the President (annual) Wall Street, New-York City.
- WHEELAN. (Alex H.). — *Investment Trust Index, analysis of investment trusts kept continually up-to-date*. Industries Pub. C°, 80 Lafayette St. New-York City.

PUBLICATIONS ET REVUES SPECIALISEES

- Keane's monthly.*
Investment trust review
Barron's weekly.
Financial and Commercial Chronicle (New-York).
The London Economist.

Grover O'Neill and Co, *American investment trusts, a statistical study*; years 1927 to 1929; 22 William Street, New-York City.

Standard Statistics (feuilles jaunes).

Etude annuelle sur les investment trusts, paraissant au cours du premier trimestre.

Moody's Investors' Service.

ARTICLES

MEANS (Gardiner C.). — « The diffusion of Stock ownership in the United States ». *Quarterly Journal of Economics* Vol. 44, Aug. 1930.

BERLE (A.A.Jr) and MEANS (G. C.). — « Corporation and the public investor ». *American Economic review*, Vol. 20, n° 1, March 1930.

HARRIS (S.H.). — « Shareholders and trust companies ». *Fortnightly review*, 249 W. 13 th. Street, New-York City, 138, 725-34, Dec. 1932.

FLYNN (J.T.). — « Other People's Money ». *New Republic*, 76, 306-7, oct. 25, 1933.

CAMPBELL (K.R.). — « The factor of leverage : investment trust « types » ; investment trust operation ; investment trusts must reform ». *Fin. Age* 67 : 115, 175, 217. Feb 11-18, March 4, 18, 1933.

HANSEN (H. E.). — « Financial conditions force further revisions in investment trust methods ». *Annalist* 41 : 559-62. April 21, 1933.

WINSTON (A. A.) et ELIOT (Sharp). — « Have the trusts met the test : how eight leading investment companies have weathered the depression, and a venture as to their outlook ». *Barron's*, p. 22. Feb. 27, 1933.

LANGMUIR (Dean). — « The investment trust movement and its future », *Northwestern Banker*, pp. 21-24. April 1933.

NORMAN (J. van D.). — « Investment trusts : is history repeating itself ? ». *Economist* (Chicago) 89 : 244. April 7, 1933.

LAYTON (G. C.). — « Investment trusts tested : falling revenues and capital depreciation ; British and American experience compared », *Barron's* p. 9. May 15, 1933.

DONALDSON (Chase). — « Leverage trust benefits are expected in a rising market ». *Bankers Mo.* 50 : 73-75. Feb. 1933. *Bankers Monthly*. 536 So. Clark St., Chicago, 111.

HANSEN (H. E.). — « Management investment trusts and their financial record from 1929 to 1932 ». *Annalist* 41 : 759. June 2, 1933.

WINSTON (A. A.) et ELIOT (Sharp). — « The outlook for investment trusts : after three years how can the banker advise his clients about the trust securities ? ». *Bankers Magazine*, 185 Madison Ave., New-York City. 126 : 362-367. April 1933.

WEISENFREUND (Max). — « Recent trends in investment trust policies ». *Business Bulletin, Business Administration Soc., College of the City of N. Y.* 17 Lexington Ave.. New-York. Jan. 1933, pp. 17-19.

DURST (W.N.). — « A study of investment trust funds : how funds of management companies were invested on Dec. 31, 1932. *Burroughs Clearing House*, 2nd Blvd. et Burroughs av., Detroit, Mich. June 1933, pp. 18-19,

- BULLOCK** (Hugh). — « The future of the investment trust ». *Keane's Investment Trust Monthly*, 9 Newbury Street, Boston Mass. 3 : 87-88. March 1932.
- DEWING** (A. S.). — « Investment trusts ». *Harvard Business Review*. 10 : 24-29 October 1931.
- BENSON** (G.). — « Investment trusts. Lloyds Bank Ltd ». *Monthly Review*, 71 Lombard St., London E. C. 3. 2 : 492-507. Dec. 1931.
- MOYER** (G.S.). — « Investment trusts ». *Soc. Sc.* 7 : 76-81. Jan. 1932.
- FLYNN** (John T.). — « Investment trusts ». *American Federationist*, A. F. of L. Bldg., Washington, D.C. 39 : 509-513. May 1932.
- CLOUGH** (E. T.). — « Investment trusts at the cross-roads : the depression brings to light certain practices which may lead to stricter regulation » *Barron's* p. 3 Sept. 5, 1932.
- « Investment trusts at turning point ». *Keane's Investment Trust Monthly* 2 : 518-520. November 1931.
- HANSEN** (H. E.). — « Management investment trusts : driven by losses, adopt sounder practices ; financial results of investing companies in 1931, changes in accounting ». *Annalist* 39 : 677-80. 773-5. April 15, May 6, 1932.
- ROBINSON** (L. R.). — « Investment trusts ». *The Journal of business of the University of Chicago*. Vol. 3, n° 3, July 1930.

DOCUMENTS OFFICIELS

- New-York State*. Report of the Attorney General, Aug. 1, 1930.
- New-York State Joint Legislative Com. on banking and investment trusts*. Report. Albany 1933. 10 p. Legislative Document. 1933.
- United States, Library of Congress*. List of references on investment trusts. May 21, 1932. 24 pages.
- New York Stock Exchange, Publications of the Committee on Stock list*.
-

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
Chapitre premier :	
<i>L'apparition des investment trusts</i>	5
Chapitre II :	
<i>L'investment trust et les autres sociétés de finances</i>	22
Chapitre III :	
<i>Les différentes formes de l'investment trusts aux U.S.A.</i> ..	47
Chapitre IV :	
<i>Les principes du trust de gestion</i>	71
Chapitre V :	
<i>Les investment trusts et la crise de 1929 aux U.S.A.</i>	91
Chapitre VI :	
<i>Les résultats des trusts de gestion au 31 décembre 1933</i> ..	113
Chapitre VII :	
<i>L'investment trust et les conditions spéciales du marché français</i>	133
Chapitre VIII :	
<i>La législation de l'investment trust</i>	152
CONCLUSION	

ANNEXES

I. — Le projet de loi du 14 novembre 1930	175
II. — Le règlement du N.Y.S.E.	181
III. — Exposé des motifs de ce règlement	190
BIBLIOGRAPHIE	195

